



RAQUEL ALEXANDRA LOURENÇO AFONSO

## ***OS CREDIT DEFAULT SWAPS E A SUA FUNÇÃO DE COBERTURA DE RISCO***

Dissertação com vista à obtenção do grau de  
Mestre em Direito

Orientador:

Doutor Miguel Alexandre Calado de Albuquerque e Azevedo Moura, Professor da  
Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa

setembro de 2019

**OS CREDIT DEFAULT SWAPS E A SUA FUNÇÃO DE COBERTURA DE RISCO**

Raquel Alexandra Lourenço Afonso

setembro  
2019

## **DECLARAÇÃO ANTI-PLÁGIO**

Declaro, sob compromisso de honra, que a tese de mestrado seguidamente apresentada é da minha exclusiva autoria e toda a utilização de contribuições ou textos alheios está devidamente referenciada, em consonância com o disposto no artigo 20.º-A do Regulamento do 2.º Ciclo. Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui uma grave falta ética e disciplinar.

Lisboa, 18 de setembro de 2019

A autora,

*RAQUEL AFONSO*

## **AGRADECIMENTOS**

Longo foi o caminho que marca o fim desta etapa dedicada à conclusão do mestrado em Direito e Mercados Financeiros. Reza a experiência que o importante não é o destino, mas sim a jornada! Como não se caminha sozinho no mundo cabe reconhecer, através de breves palavras, quem de uma forma ou de outra contribuiu positivamente para o projeto final que me proponho a apresentar.

O primeiro agradecimento vai para o Professor Doutor Miguel Azevedo Moura, a pessoa que escolhi desde início para liderar a orientação desta tese. Vários foram os debates, as reuniões e as assistências realizadas ao longo de todo este percurso. Foram, seguramente, momentos de enriquecimento intelectual que fomentaram o interesse no tema que trago à apreciação do público. Mas, mais do que isso, cumpre prestar um sincero agradecimento por me ter mostrado ou, na aceção literal da palavra, “orientado” para o caminho certo, quando este por vezes parecia cinzento. Efetivamente, o “contrato de orientação” foi cumprido com sucesso!

Às pessoas mais importantes da minha vida: o meu pai, a minha mãe e a minha irmã, o meu muito obrigada por me darem aquilo que não tem preço: o amor, o carinho e o apoio que preciso e só consigo encontrar neles os três. Sem eles e o seu esforço, chegar aqui hoje seria apenas uma miragem. Reconheço que apostaram arduamente na minha formação académica e, ainda que não seja suficiente, espero que vejam esta obra como a retribuição, da minha parte, por isso mesmo.

Aos meus amigos que acompanharam todo este processo e me ofereceram leito, pois tal como profere Sérgio Godinho, “entra-se cansado e sai-se refeito”. Foram, sem dúvida, uma peça essencial para completar todo este puzzle. Obrigada por isso e por todos os bons momentos que me proporcionam, dia após dia. Dedico ainda uma palavra de agradecimento aos meus colegas do BNP Paribas, que se mostraram sempre disponíveis para trocar várias impressões acerca do tema desta tese e auxiliar-me nas minhas diversas dúvidas – são incríveis!

Por fim, à Manuela que me viu crescer do lado esquerdo do meu ninho e que nos abandonou a meio deste processo – obrigada por tudo. Com a entrega desta tese cumprio as últimas palavras que lhe teci e por isso lha dedico. Que as estradas que nos ligam ao céu permaneçam iluminadas, tal como a sua memória.

## **MODO DE CITAR E OUTRAS CONVENÇÕES**

Ao longo desta tese optaremos por adotar diversos procedimentos de metodologia linguística, tendo em conta a sua natureza e especificidades, que assim o justificam.

Primeiramente, no que concerne à sua estrutura e formatação (corpo do texto), a organização dos capítulos está feita da seguinte forma: I. Título, 1. Capítulo, a) Secção. O tipo de letra escolhido é o *Times New Roman*, tamanho 12 (para as notas de rodapé, tal como sugerem as regras de estilo aplicáveis a teses e dissertações e outros trabalhos escritos apresentados à FDUNL, o tamanho será 10).

A língua escolhida para a redação desta obra é o português, de acordo com o novo acordo ortográfico. No entanto, todos os estrangeirismos ou termos que carecem de tradução para a língua portuguesa (expressões provenientes do latim, termos próprios do instrumento financeiro aqui em análise, etc.) encontrar-se-ão em itálico e, regra geral, na língua oficial.

No que respeita às menções diversas, estas seguem a seguinte ordem: dedicatória, agradecimentos, modo de citar, lista de abreviaturas, declaração no número total de caracteres (incluindo espaços e notas). Logo após encontraremos um resumo que antecederá o corpo da tese.

O índice encontrar-se-á no final desta obra, seguindo a norma francesa. Por último, ao longo do corpo do texto deparar-nos-emos com menções bibliográficas (abreviadas) em notas de rodapé. Regra geral, essas notas consubstanciarão apenas o nome do autor, nome da obra e ano, respetivamente. Existe, obviamente, a possibilidade dessa regra divergir, dependendo do tipo de obra em causa. No entanto, da bibliografia constarão todas as obras citadas e consultadas com os elementos de identificação completos.

**Total de caracteres: 196 632**

## **LISTA DE ABREVIATURAS**

Art. - Artigo

Bp. – *Basis Points*

CCP – Câmara de Compensação

CDN - *Credit Default Notes*

CDO - *Collateralized Debt Obligations*

CDS – *Credit default swaps*

CLN – *Credit Linked Notes*

Cód. Civ. – Código Civil Português, aprovado pelo DL n.º 47344/66, de 25 de novembro

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CVM – Código dos Valores Mobiliários Português, aprovado pelo DL n.º 486/99, de 13 de novembro

DMIF II – Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, alterada pela Diretiva (UE) 2016/1034 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de junho de 2016

IF – Intermediário Financeiro

ISDA - *International Swaps and Derivatives Association*

LCS – Lei do Contrato de Seguro, referente ao Regime Jurídico Do Contrato De Seguro, aprovado pelo DL n.º 72/2008, de 16 de abril

MA – *Master Agreement*

MBS - *Mortgage-Back-Securities*

OTC – *Over-the-Counter*

PB – *Protection Buyer*

PS – *Protection Seller*

PV – *Present Value*

TRRS - *Total Rate of Return Swaps*

## RESUMO

O presente trabalho versa sobre o desenvolvimento do contrato de *credit default swap*, numa perspetiva jurídico-económica.

De acordo com esta lógica propomo-nos a adotar uma abordagem sistemática, através da qual o caminho seguido partirá dos trâmites da contextualização dos *credit default swaps* (resquício histórico, modalidades etc.), passando pela regulamentação vigente ao nível do tipo de mercado em que este instrumento financeiro se insere e, essencialmente, focando a atenção dos leitores para a importância de certas organizações internacionais, como é o caso da *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), que desempenha um papel primordial no desenvolvimento e na supervisão destas transações ao nível da prática internacional.

Entre as diversas tipologias de *CDS*, a mais relevante corresponde àquela que contrapõe os *Corporate CDS* (formados no seio do setor corporativo) aos *Sovereign CDS* (que versam, essencialmente, sobre dívida soberana). Impera salientar que o escopo deste estudo se cinge aos *corporate CDS*, tendo em conta as diferenças substanciais não só ao nível da materialidade subjacente, como também ao nível do tratamento jurídico e procedimental. Optámos assim por limitar o âmbito desta análise, de acordo com uma lógica de especialidade, de modo a analisar em maior detalhe as especificidades associadas aos *corporate CDS*.

Por fim, abordaremos os diferentes modos de extinção do contrato, bem como as vicissitudes que deste podem decorrer, dedicando a parte final desta tese às conclusões que retiramos das nossas profundas reflexões. Que comece este ensaio.

**Palavras-chave:** *credit default swaps*; *ISDA Master Agreement*; eventos de crédito; *single-name CDS*; *corporate CDS*;

## **ABSTRACT**

The present work concerns about the development of the credit *default swap* contract, on a juridical-economic perspective.

According to this logic, we aim to adopt a systematic approach, whereby the path taken will depart from the contextualization of the *credit default swaps* (historical remnant, modalities, etc), passing through the existing market regulation in which this financial instrument operates and, essentially, focusing the readers' attention to the importance of certain international organizations, such as *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), which plays a key role in the development and supervision of these transactions, at the international practice level.

Among the various types of *CDS*, the most relevant is the one that contrasts *Corporate CDS* (formed within the corporate sector) with *Sovereign CDS* (which mainly deals with sovereign debt). It should be noted that the scope of this study is confined to the corporate *CDS*, taking into consideration the substantial differences not only in the underlying materiality, but also in the level of the legal and procedural treatment. We therefore chose to limit the scope of this analysis, in accordance with a specialty logic, in order to further analyze the specificities associated to the *corporate CDS*.

Finally, we will address the different ways of the contract's termination, as well as the vicissitudes that may arise from it, dedicating the final part of this thesis to the conclusions we draw from our deep thoughts. Let this rehearsal begin.

**Keywords:** *credit default swaps; ISDA Master Agreement; eventos de crédito; single-name CDS; corporate CDS;*



## INTRODUÇÃO

---

Antiga é a ligação umbilical entre o direito e a economia, ao passo que recentes têm sido os debates em torno da mesma. A atividade levada a cabo no seio dos mercados financeiros há muito que sugere a existência de uma linha ténue que separa a adoção de práticas financeiras colocadas ao serviço da economia do limite da legalidade decorrente dessas atuações.

No âmbito do contexto da recessão recentemente vivida, fruto da crise económica que abalou todo o sistema financeiro a partir de 2007, foi direcionado um especial enfoque para os produtos financeiros configurados pelos diferentes investidores para gerir os múltiplos riscos associados à sua atividade, razão pela qual decidimos adotar a presente literatura académica vocacionada para a abordagem de uma tipologia de *swaps* em particular – os *CDS*.

Desde a invenção dos *credit default swaps* (*CDS*)- instrumentos financeiros de natureza derivada- em 1997, assumir e transferir o risco (de incumprimento) de crédito de um determinado ativo subjacente para um outro contrato, na ótica da racionalidade económica, tornou-se numa das maiores ferramentas de gestão de risco arquitetadas pelas maiores e mais dominantes instituições financeiras.

No entanto, o colapso do banco de investimento Lehman Brothers em 2008 e a ação governamental de *bailout* do grupo segurador americano AIG colocaram em evidência o risco sistémico que os *CDS* podem comportar nas suas diversas vertentes. A falta de transparência inerente ao mercado de derivativos e a sua escassa regulamentação impediram que os sinais de advertência tivessem sido devidamente transmitidos, tendo esta conjuntura sido palco de uma forte mediatização.

Vários estudos realizados alertam-nos para o facto de que a emissão e circulação destes *swaps* levam, mediante certas circunstâncias, à criação de incentivos por vezes distorcidos por parte daqueles que requerem a compra de proteção num contrato desta natureza. Impera, neste seguimento, ensaiar sobre as diversas motivações que subjazem às partes contratantes, bem como ponderar sobre estes contratos numa ótica de custo-benefício.

Questionar-se-á, nesta sede, se não estaremos perante um novo paradigma, assente na busca da rentabilidade individual dos investidores e dos grandes agentes económicos

(instituições financeiras, por excelência), em detrimento de um sistema financeiro saudável e harmonioso, do qual todos devem beneficiar. Com efeito, surgem todos os dias novas engenharias financeiras, que se materializam na construção de inovadores produtos complexos, maioritariamente configurados no mercado de derivados de crédito (dotado de uma acentuada obscuridade) onde a imaginação, na grande maioria das vezes, não conhece limites.

Consideramos que urge, desta forma, a adoção de reformas estruturais ao nível da regulamentação destes produtos financeiros e do mercado de derivados em geral. À parte disso, e como adiante será possível verificar, os *CDS* podem configurar-se como uma arma verdadeiramente útil, na medida em que permitem uma melhor alocação do rico entre os diversos agentes atribuindo, concomitantemente, liquidez e competitividade ao mercado.

O conhecimento do mercado de *CDS*, designadamente no que concerne ao seu volume de transações e ao perfil dos investidores que a este recorrem são traves mestras no caminho para a compreensão deste tema, que suscitam entre nós profundas reflexões que serão materializadas, posteriormente, na conclusão desta tese.

Em termos bibliográficos, cremos que a diversidade das fontes de informação que nos levam à leitura sobre o tema se consubstanciam num “*plus*” para quem pretende aprofundar a investigação sobre um tipo de mercado ainda emergente no plano nacional. Por essa razão, vários exemplos são ilustrados ao longo do corpo deste trabalho, por forma a melhor entender, em termos práticos, o que está em causa nas várias vertentes que os *CDS* podem assumir.

Cremos que este é um tema da maior relevância no âmbito do Mestrado em Direito e Mercados Financeiros uma vez que, por via deste estudo, propomo-nos a abrir portas e horizontes em relação às várias temáticas lecionadas ao longo de ano, não só sob o prisma dos instrumentos financeiros, como também do ponto de vista da regulação e supervisão dos mesmos o que nos transporta, desde logo, para uma perspetiva pluridimensional.

Ambicionamos que os objetivos deste trabalho sejam atingidos em pleno, ou pelo menos em parte e, mais do que isso, que o contributo deixado ao longo desta investigação seja verdadeiramente enriquecedor, quer no âmbito da academia, quer no âmbito profissional.

## CAPÍTULO I

### ORIGEM HISTÓRICA; RELEVÂNCIA ATUAL

---

Tradicionalmente qualificados como uma “útil e complexa inovação financeira”<sup>1</sup>, cuja emancipação surge em meados da década de 90 do século XX, os *credit default swaps*, doravante designados de “*CDS*”, correspondem a instrumentos financeiros derivados de origem creditícia, cuja materialidade se consubstancia na cobertura e/ou limitação de risco de incumprimento por parte de um devedor.

No que concerne à transação de produtos financeiros tal como hoje os concebemos, a sua origem histórica remete-nos para um marco importante que remonta a 1945- o acordo de *Bretton Woods*. Através deste foram instituídas certas regras no comércio internacional, de modo a potenciar, numa lógica de longo prazo, a estabilidade económica dos estados signatários, nomeadamente, por via da fixação de taxas de câmbio. Com o abandono do acordo, em 1971, os mercados monetários entraram numa era cambial flutuante que teve como consequência a emergência de um sistema financeiro desregulamentado, marcado por uma conceção neoliberal que tem por base a teoria da não intervenção do Estado em diversos domínios, nomeadamente no plano económico-financeiro. Os reguladores deixaram, assim, de escrutinar os instrumentos criados e os próprios métodos de avaliação/notação de risco, fomentando a crença no funcionamento da autorregulação dos mercados, seguindo uma marcada mentalidade de “*laissez-faire*”<sup>2</sup>.

Desde então, deparamo-nos com um paradigma assente na defesa do mercado livre. No plano do mercado de capitais, tal paradigma refletiu-se, essencialmente, na criação de instrumentos financeiros altamente complexos, nos quais se inserem os designados *credit default swaps*. Criados, de origem, por bancos (em 1997, pelo J.P. Morgan & Chase Co.), num contexto de forte crescimento económico, no qual a probabilidade de ocorrência de eventos de crédito era mínima, num momento inicial estes instrumentos limitavam a sua emissão a dívida municipal e de grandes empresas norte-americanas<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> John B. Carlson, Margaret Jacobson, *New Rules for Credit Default Swap Trading: Can We Now Follow the Risk? - Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland, 2014, p.1.

<sup>2</sup> Tiago F. E Costa, “Uma Análise Empírica dos *Credit default swaps* - Riscos e Benefícios em Debate”, 2015, p. 14.

<sup>3</sup> Abel Fernandes, *et. al.*, “Mercados, Produtos e Valorimetria de Ativos Financeiros”, 2015, p. 308.

No entanto, só num momento posterior é que a realidade associada aos *CDS* começou a ser compreendida à luz da atividade de concessão de crédito na sua vertente de mitigação de risco, passando a assumir um papel preponderante nos investimentos levados cabo quer pelos agentes económicos particulares que compõem o mercado (do ponto de vista privado), quer pelos próprios Estados.

A particularidade da atividade creditícia *per si* consubstancia-se numa troca diferida, salvaguardando aquilo que é a necessidade de obtenção imediata de moeda com a expectativa de, através da obtenção de rendimentos futuros, proceder à liquidação dos créditos obtidos (Nunes, 2009), mediante a qual se verifica um intervalo temporal entre a prestação e a contraprestação que lhe é devida<sup>4</sup>. Sob o prisma da realidade financeira, isto permite aos agentes económicos cumprir as suas obrigações, não abdicando do investimento no presente, ao remeterem os encargos com tais investimentos para um momento posterior.

Neste seguimento, com a criação de instrumentos (destinados sobretudo à cobertura de risco de crédito de produtos estruturados), os bancos arranjam forma de expandir significativamente as capacidades de concessão de crédito limitando, concomitantemente, o risco de incumprimento associado aos contratos celebrados com os respetivos devedores. No entanto, tal prática desenfreada culminou na degradação dos critérios de atribuição de empréstimos, sendo que estes instrumentos conheceram o auge da sua aplicação no domínio dos designados “*subprime mortgages*”.

Estes, que têm como referência a concessão de crédito à habitação, mercado que verificou um crescimento exponencial sem precedentes na década de 90, acompanharam, no que concerne à sua circulação, a mesma tendência, pelo que as instituições financeiras tornaram numa prática corrente a atribuição de créditos a agentes que, à partida, seriam incapazes de fazer cumprir o respetivo contrato, por força da sua incapacidade financeira, pois a certa altura os bancos deixaram de dar prioridade à avaliação de risco de crédito associado às respetivas contrapartes.

Assim, foi colocada em prática uma lógica de *Asset Backed Secutiries*, mediante a qual, ao agrupar uma série de ativos relacionados imperfeitamente num portfolio, seria possível, mediante o fenómeno de diversificação, reduzir e/ou mitigar o risco inerente aos

---

<sup>4</sup> Enquanto operação onerosa, que comporta em si a obrigação de pagamento de um juro sobre a prestação principal.

créditos concedidos. Esta prática, no caso dos empréstimos *subprime*, toma a designação de *mortgage backed securities* – por referência a dívida hipotecária de elevado risco – maioritariamente associada a dívida tóxica, mormente, por se lhe estar associada uma notação de risco de crédito sobrevalorizada em relação ao risco de incumprimento que estes títulos efetivamente comportam. Como ilustra Stulz<sup>5</sup>, os subscritores de *MBS* dispunham de várias ferramentas que tornavam o recurso aos mesmos uma prática atrativa, designadamente, quando o faziam sob a forma de tranches, pelo facto de que, por virtude da sua subscrição, os investidores dispunham do direito de receber, como contrapartida, o pagamento de capital e de juros atrativos relativos ao crédito concedido. E, numa lógica de rentabilidade-risco<sup>6</sup>, aos investimentos que comportam um maior risco encontra-se-lhes associada uma taxa de retorno mais elevada, naturalmente.

Estando o mercado imobiliário, como referido anteriormente, numa fase de expansão, a concessão de crédito de alto risco por parte dos bancos popularizou-se de forma crescente. Nestes termos, em 2006 o valor de empréstimos *subprime* atingiu os 600 Biliões USD\$, cerca de 20% do mercado de crédito imobiliário e, de acordo com certas estimativas da NCB News, o valor atingiu 1.3 Triliões USD\$ em março de 2007. Em linha com esta tendência, o mercado *subprime*, potenciado pela procura crescente de *MBS*, aumentou a sua quota no mercado hipotecário de 8% em 2001 para cerca de 20% em 2006 (Demyanyk et al, 2008).

A acrescentar, pelo facto de os créditos concedidos não estarem registados nos respetivos balanços, numa lógica de “*off-balance-sheet*”, os bancos adotaram uma estratégia de *shadow-banking*<sup>7</sup>, assente numa prática de alavancagem, mediante a qual que a cobertura do montante emprestado estaria assegurada pela venda de *CDO*

---

<sup>5</sup> René Stulz, *Credit default swaps and The Credit Crisis*, 2009, p. 9.

<sup>6</sup> De acordo com a moderna teoria dos Portefólios, desenvolvida por Markowitz – no que concerne a este tema vide, em maior detalhe: Harry Markowitz, *Portfolio Selection*, The Journal of Finance 7, 1, 1952, pp. 77.

<sup>7</sup> Em termos gerais e nas palavras de Tiago Freitas e Costa (p. 29), a cada tranche de títulos emitidos por *CDO*'s encontrar-se-ia associada uma determinada notação de risco, a qual era se consubstancia num elemento decisivo para o cálculo do prémio de juro a receber por parte dos adquirentes deste título de dívida. Desta forma, tornar-se-ia um imperativo melhorar os respetivos ratings, de modo a aumentar os retornos associados. Para tal, os emitentes de *CDO*'s recorreriam a um conjunto de *credit default swaps*, para cobrirem o risco de incumprimento resultante da improcedência dos cash flows emitidos pelos *CDO*'s. A relação entre os *CDS* e os *CDO*'s assentava, sobretudo, na cobertura das chamadas camadas de titularização, em que: “(...) a um *CDO* se juntava um conjunto de *asset-backed securities*, produzindo-se um *CDO-squared* ou *CDO ao quadrado*. Os *CDS* assumiam aqui um papel importante, por forma a garantir a cobertura a estes instrumentos financeiros cada vez mais opacos, fazendo com que a notação de risco que lhes era atribuída fosse superior àquela, caso não tivessem qualquer cobertura de risco de crédito.”

(*collateralized debt obligations*), não comprometendo, simultaneamente, as exigências de rácios de capital mínimos, impostos pelos acordos de Basileia II.

Paralelamente associado ao risco de crédito surge o risco de contraparte, mediante o qual o vendedor de proteção (*protection seller*) não aufere de capacidades financeiras suficientes para fazer cumprir a sua obrigação em caso de verificação de um evento de crédito, eximindo-se de pagar a compensação contratualmente acordada ao comprador de proteção.

Com a já mencionada expansão do mercado imobiliário, tornar-se-ia um imperativo a existência de uma parte disposta a cobrir o risco de incumprimento associado à concessão de crédito por parte das instituições financeiros. Assim, uma das entidades que assumiu uma posição preponderante como vendedora de *CDS* foi - e continua a ser - a AIG, maior seguradora mundial, entre o período de 2003 e 2005 vendeu cerca de 440 Biliões USD\$ em valor nominal de *CDS*, através de uma das suas subsidiárias, a AIG Financial. De notar que, em outubro de 2008, o *net notional amount* de derivados creditícios colocados no mercado pela AIG registou quase o dobro do valor vendido por todos os dealers registados na DTCC<sup>8</sup>.

Esta seguradora assumiu uma posição de crença na proliferação do mercado imobiliário, não adotando, aprioristicamente, medidas de gestão preventiva e corretivas no que concerne à possibilidade de queda deste mercado e consequente crise financeira associada. Isto tornou-se particularmente problemático considerando o aumento da exposição ao risco de contraparte, designadamente, quando num contrato de *CDS* uma entidade de referência e o respetivo vendedor de proteção entram em incumprimento em simultâneo<sup>9</sup>, potenciando o denominado “risco sistémico”.<sup>10</sup>

Assim, quando as obrigações contratuais assumidas pela AIG estiveram em risco de ser cumpridas, o governo dos EUA (assumindo uma prática de *bail-out*), injetou capital na empresa em cerca de 170 Biliões USD\$, sob a forma de resgate<sup>11</sup>, por forma a evitar que

---

<sup>8</sup>*Depository Trust & Clearing Corporation* - entidade americana dedicada aos serviços financeiros de intermediação *post-trading*, cujo escopo de atividade passa pelo fornecimento de serviços de informação, compensação e liquidação no seio dos mercados financeiros.

<sup>9</sup> Rama Cont, *Credit default swaps and Financial Stability*, 2010, p. 45.

<sup>10</sup> Há que considerar que o mercado de *CDS* é altamente concentrado – veja-se que os 10 maiores intermediários financeiros conglomeram 90% do volume de transações (nacionais brutos) respeitantes a este derivado creditício (Cont, 2010).

<sup>11</sup> João Novais, “A Decomposição do Risco No Mercado Dos *Credit default swaps*”, 2014, p. 63.

as maiores instituições financeiras que atuavam como contrapartes no mercado de *CDS* fossem, igualmente, afetadas, atenuando assim o temido efeito contágio.

Tal foi conseguido na medida do possível, pois em linha com este ambiente de *stress* que levou ao declínio do mercado imobiliário nos EUA, a desvalorização do preço dos ativos refletiu-se de imediato, pelo que, em julho de 2007 dois *hedge funds* do Bear Sterns colapsaram, obrigando este banco de investimentos a suportar as perdas, o que culminou em brechas de liquidez. Desde então, o banco apresentou prejuízos elevados, o que despoletou uma *fire-sale* do mesmo ao adquirente JP Morgan, pelo montante de 236 Milhões USD\$, cerca de 1% do valor do banco 2 semanas antes<sup>12</sup>.

Cronologicamente seguindo este declínio associado à bolha imobiliária, no ano de 2008 o FMI previu que as empresas financeiras teriam a reconhecer imparidades de cerca de 1 Trilião USD\$ relacionadas com crédito imobiliário.

O marco desta crise e o culminar deste conjunto de circunstâncias deu-se, pois, com a falência do Lehman Brothers, um dos 5 maiores bancos de investimento dos EUA. A par, vários foram os bancos que sofreram as implicações da denominada crise dos *subprime* (que simboliza a maior crise financeira desde o *crash* de 1930), na qual vários foram adquiridos e outros nacionalizados.

Como consequência da nacionalização, várias entidades especializadas em atuar no mercado secundário viram diminuída a sua capacidade de financiamento. Grandes instituições como a Goldman Sachs e a Morgan Stanley obtiveram acesso a uma linha de emergência da Reserva Federal – Bloomberg - como resultado da sua elevada alavancagem financeira.

Na iminência deste *Credit Boom* e consequente perceção do risco de contraparte, os agentes de mercado identificaram o efeito contágio como um elemento fulcral na determinação dos *spreads* de crédito, mormente salientando a sua forte volatilidade e expansão. Este paradigma trouxe-nos uma grande contribuição não só numa lógica de zelo na cobertura de risco, refutando a teoria “*too big to fail*”, como também na forma como as relações creditícias começaram, desde então, a ser perspetivadas.

---

<sup>12</sup> Richard Whalen, *The Subprime Crisis - Cause, Effect and Consequences*, 2008, p. 7.

## CAPÍTULO II

### ***CREDIT DEFAULT SWAPS: CONCEITO E NATUREZA JURÍDICA***

---

Por forma a melhor entender a natureza jurídica associada aos *CDS*, torna-se imperativo enquadrá-los do ponto de vista jurídico abordando, concomitantemente, a sua função económico-social enquanto ferramenta de gestão de risco.

Efetivamente, como bem ilustra ENGRÁCIA ANTUNES<sup>13</sup>: “*A atividade humana, social e económica é, por natureza, uma atividade de risco. Ora, semelhante atividade não seria hoje concebível sem mecanismos de gestão e distribuição do risco (...)*”.

De acordo com esta lógica, o risco tem sido considerado um elemento integrante dos mercados financeiros em sentido lato, sendo que a sua gestão tem sido arquitetada das mais diversas formas.

Assim, o expoente máximo associado a esta “inovação financeira”, própria de um mercado de capitais caracterizado pela complexidade e sofisticação, dá-se com a criação de instrumentos mais inovadores e eficientes, nos quais se inserem os derivados. Estes desempenham uma importante função de cobertura de risco – o designado “*hedging*” – e de especulação – “*trading*”.

Adotando uma visão mais ampla, os derivados financeiros são, igualmente, instrumentos jus comerciais de financiamento empresarial, o qual tanto pode ser obtido através da angariação, por parte das empresas emitentes, de fundos financeiros destinados a investimentos empresariais (nos quais se inserem os valores mobiliários e os instrumentos de mercado monetário) ou, alternativamente, de uma forma indireta, através das economias decorrentes da cobertura do risco de perdas nesses mesmos investimentos, ou da estabilização ou incremento dos ganhos, se a finalidade for arbitragista ou especulativa.

Tal como ilustra o autor referido, de um ponto de vista geral os derivados propõem-se a servir a finalidade de gestão da exposição ao risco a que as empresas e outros agentes económicos recorrem para se protegerem contra as consequências adversas de oscilações desfavoráveis de determinado ativo subjacente. Tal pode dizer respeito a riscos próprios

---

<sup>13</sup> José E. Antunes, “O Contrato de Seguro na LCS de 2008”, 2009, p.816.



de mercado (v.g., oscilações de taxas de câmbio, taxas de juro, cotações bolsistas) como, no caso dos *CDS*, ao risco de crédito, dentro do qual se insere o incumprimento, a insolvência e a iliquidez da contraparte (leia-se, do devedor). Atente-se, todavia, que este mecanismo não se esgota nos riscos anteriormente mencionados sendo, desta forma, extensível a riscos análogos.

Ora, a compreensão desta noção torna-se particularmente relevante pela análise circunstanciada das respetivas características fundamentais e regime jurídico aplicável, enquanto universo integrante do nosso estudo correspondente aos *swaps* de incumprimento de crédito. Urge, neste seguimento, introduzir o tema do derivado creditício. Sinteticamente, este permite separar o risco de crédito (seja de “*default*” ou de “*downgrading*”) do respetivo ativo subjacente, designado de “*reference obligation*”, negociando-o a troco de uma contrapartida – o “*premium*”.

O Regulamento (EU) nº 549/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio de 2013, estabelece que entre os tipos de derivados de crédito contam-se as *credit default options* – que versam sobre o risco de incumprimento de uma *option* –, os *swaps* de risco de incumprimento (*credit default swaps*) e os *swaps* de rendimento total (*total return swaps*).

Do ponto de vista estrutural, através do recurso aos mesmos, uma das partes - compradora de proteção - transfere para a outra - vendedora de proteção - um determinado risco de crédito (“*credit risk*”) mediante o pagamento de uma contrapartida, o que é particularmente atrativo para os agentes económicos, na medida em que se lhes torna possível desenvolver o seu *business core* de uma forma mais estável e previsível, realizando uma escolha mais criteriosa na decisão de concessão de crédito, pois que o valor do derivado vai depender da premissa “capacidade creditícia” que cada entidade possui, entre outras variáveis relevantes para o caso<sup>14</sup>.

Feito este paralelo cabe-nos, portanto, ensaiar sobre qualificação contratual escopo do presente estudo. Assim, podemos definir o *CDS* como o contrato (bilateral) através do qual um determinado agente económico, detentor de um crédito para com um devedor - designado de entidade de referência (em termos subjetivos, uma empresa ou um país) - procura cobrir ou limitar o risco de crédito associado à probabilidade de esta última poder

---

<sup>14</sup> Maria Emília Teixeira, “O contrato de *Swap*: O *Credit Default Swap* e o Seguro de Crédito”, 2017, p. 212.

vir a incumprir a obrigação de pagamento do mesmo, sendo a prestação de capital, de juros ou ambos.

Materialmente, este instrumento permite a permuta (*swap*) de risco de crédito de um produto de renda fixa ou variável entre as partes, no qual o risco de falência – “*default*” – do devedor é transferido para o vendedor do *swap* (“*protection seller*”), que o assumirá com ou sem restrições.

Sendo este um contrato de cariz oneroso, o mesmo pressupõe uma compensação financeira que se consubstancia no pagamento periódico de uma prestação por parte do comprador de proteção (“*premium leg*”), em regra respeitante a uma periodicidade anual ou outra convencionada pelas partes, normalmente expressa em *basis points* e calculada sobre o valor nominal da proteção concedida (“*protection leg*”)<sup>15</sup>, não sendo, geralmente, suscetível de modificação durante a vigência do contrato. Daqui se pode constatar que o comprador de proteção pode aumentar a sua exposição ao risco relativamente a um crédito subjacente sem ter de assegurar qualquer espécie de pagamento adiantado.<sup>16</sup>

Importa salientar que o devedor, no contrato base de concessão de crédito, não conhece os termos e condições em que a posição do seu credor estará a ser assegurada com um terceiro. Já do ponto de vista inverso, a solvabilidade e cotação associada a este devedor torna-se relevante, designadamente, para apurar os valores associados ao contrato, pois que quanto menor a cotação (intrinsecamente associada à capacidade creditícia que a entidade possui), maior será o risco de incumprimento e maior o valor a pagar por parte do *protection buyer*.<sup>17</sup>

Do ponto de vista do seu enquadramento legal, enquanto derivado de crédito a previsão do *CDS* encontra-se no art. 2º, nº1, alínea c) do Código dos Valores Mobiliários, que vem regular “(...) os instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito”, na medida em que o seu núcleo basilar pressupõe uma relação jurídica creditícia baseada na compra de proteção a outrem, contra um eventual incumprimento de uma entidade de referência.

---

<sup>15</sup> Tiago F. E Costa, *op. cit.*, p. 26.

<sup>16</sup> Jan Robbé, *Securitization Law and Practice - In the Face of the Credit Crunch*, 2008, p. 56.

<sup>17</sup> Como indica a Dr. <sup>a</sup> M<sup>a</sup> Emília Teixeira, os derivados de crédito são contratos que permitem a quem os emite e negocia a gestão dos riscos a que estão expostos.

Se atingida a maturidade a entidade de referência não apresentar condições de solvabilidade para poder liquidar a dívida emitida, designadamente sob a forma de obrigações, o vendedor de proteção terá de reembolsar o comprador do *CDS*. No entanto, o cenário torna-se particularmente *non-friendly* se ao risco de crédito acrescentarmos um outro risco que se consubstancia na eventualidade de o *CDS dealer* não conseguir, igualmente, cumprir com a sua obrigação em caso de falência da entidade de referência – risco de contraparte –, ficando o comprador de proteção desprovido da mesma e o respetivo contrato desvirtualizado. Tal hipótese é especialmente alarmante, sobretudo se atendermos ao facto de que os *CDS* representam, sensivelmente, 30% do mercado de derivados financeiros.

Importa, nestes termos, ponderar sobre a função económico-social do contrato, por forma a entender o quão vantajoso o recurso ao mesmo pode ser. A primeira particularidade que releva para este tema prende-se com o facto de que, por força das novas vicissitudes e volatilidade associadas ao património do devedor, torna-se imperativo assegurar novas formas de garantia do cumprimento das obrigações. Assim, poder-se-á depreender que o principal propósito levado a cabo pelos investidores que a este instrumento recorrem passa pela cobertura dos riscos inerentes à atividade económica *per si* sendo, neste caso em específico, referente ao risco de crédito.

Através desta função de “*hedging*” existe uma transferência de risco associado a um determinado ativo, por adição de uma outra posição (curta ou longa) que servirá para equilibrar uma potencial perda por virtude da evolução desfavorável do preço correspondente ao ativo subjacente, risco a que se está exposto por virtude da detenção de uma posição inicial. Num *CDS*, esta função de cobertura consubstancia-se na assunção do risco de incumprimento por parte do *protection seller* (denominado de “*event of default*” que, como adiante veremos, poderá assumir outras dimensões que não a falha na restituição do capital propriamente dita), sendo que o contrato subjacente corresponde a uma pura concessão de crédito a uma entidade de referência assumida, inicialmente, por uma instituição financeira (maioritariamente, bancos) que se configura como compradora de proteção (note-se que esta permuta de risco corresponde a uma operação de sentido inverso à posição inicial).

Decerto é que o uso discricionário deste instrumento tem um propósito útil, configurando-se, na esteira de MARIA EMÍLIA TEIXEIRA, como um “barómetro à

saúde financeira” das instituições, o que atribui transparência ao mercado, designadamente se pensarmos que o preço associado a um *CDS* reflete o seu estado económico-financeiro por referência à probabilidade de *default*.

Acontece que esta realidade subjacente representa, essencialmente, uma visão protetiva e um tanto ou quanto minimalista associada aos *CDS*. Pois que, derivado da complexidade associada à inovação financeira surgem novas motivações, por vezes selvagens, que constituem verdadeiros desvios ao seu escopo inicial.

Uma delas corresponde à função especulativa (“*trading*”), de acordo com a qual, através da realização de aplicações lucrativas que visam uma aposta na antecipação do sentido da evolução do valor do ativo subjacente, neste caso em concreto, a qualidade de um crédito, o especulador, por ter a crença de que determinada entidade está prestes a falir, sem estabelecer qualquer vínculo com a mesma, adquire um *CDS* referente à sua dívida com a convicção de que esta entrará em *default*, com o objetivo de arrecadar o pagamento da compensação. A esta prática um tanto ou quanto perversa<sup>18</sup> estão associados os *naked CDS*<sup>19</sup> – *CDS* a descoberto – nos quais o comprador de proteção não detém, efetivamente, o ativo subjacente em causa (matéria que será alvo de uma abordagem detalhada infra).

Aqui, o comprador da proteção não está a cobrir o risco do incumprimento do devedor, mas simplesmente a especular sobre a possibilidade de esse devedor incumprir com a sua obrigação. Quando se fala em especulação, cabe esclarecer que os *CDS*, enquanto modalidade do contrato de *swap*, são passíveis de provocar uma dissociação entre a propriedade jurídica e económica de determinado ativo, seja este uma ação, uma obrigação (em especial, as *CDO*) etc., através de uma separação entre titularidade formal ou direta - de primeiro grau- e material ou indireta - de segundo grau.

Dentro do que consideramos risco operacional, devemos ter em conta os comportamentos desviantes dos agentes económicos na utilização deste instrumento financeiro. Assim, é possível que o comprador do *CDS* não tenha celebrado nenhum outro contrato subjacente no qual se configure como parte (neste caso, credor), não desejando,

---

<sup>18</sup> Contudo, como bem ilustra Engrácia Antunes: “A dimensão especulativa é, hoje como ontem, fundamental no mercado de derivados. Por um lado, cobertura do risco e especulação são duas faces da mesma moeda, só abstratamente sendo cindíveis: com efeito, um empresário só pode cobrir um determinado risco da sua atividade económica se encontrar no mercado um investidor ou especulador disposto a assumi-lo, sendo os derivados justamente um mecanismo de contratualização massificada dessa transferência de risco.”

<sup>19</sup> Cristina Dias, “Notas Breves a Propósito do Regulamento Sobre *Short Selling* e *Credit default swaps*”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* Cadernos, nº 39, 2011, p. 61.

portanto, proteger-se contra o risco de incumprimento da outra parte mas sim, através de um *CDS*, apostar na verificação de um evento de crédito associado a um contrato ao qual é totalmente alheio (quer relativamente a este, quer relativamente à sua contraparte – especulação bilateral).

Esta selvajaria financeira, assim apelidada por muitos, torna-se particularmente preocupante se atendermos ao facto de que os *naked CDS* correspondem, em média, a 80% do volume de *CDS* a circular no mercado<sup>20</sup>, proporções essas que serão abordadas num momento posterior.

Concomitantemente à função de especulação, muitos investidores recorrem aos *CDS* com uma finalidade puramente arbitragista. Do ponto de vista conceptual, esta prática recorrente nos mercados financeiros visa o aproveitamento “*taking advantage*” das ineficiências ou discrepâncias – “*mispricing*” - entre dois preços ou mercados<sup>21</sup>, sendo os derivados, por excelência, terreno fértil para este tipo de aplicações com escopo lucrativo.

Através destes desequilíbrios momentâneos dos mercados, esta realidade pode desdobrar-se em diversas dimensões. A mais comum será aquela em que o arbitragista (neste caso, configurando-se como o comprador de proteção) aproveita a não repercussão de um determinado índice de cotação associado a uma entidade (a título de exemplo, um *downgrade* recentemente atribuído por uma agência de notação de risco de BB para B-) que, por sua vez, influencia o valor do prémio associado ao *CDS* – por forma a transacioná-lo a um valor mais atrativo num outro mercado (dependendo da posição que assume).

A título acessório, dir-se-á que os *CDS*, enquanto derivados financeiros, promovem igualmente a designada alavancagem financeira (“*financial leverage*”), na medida em que “(…) através da mobilização de meios financeiros próprios reduzidos (minimização de investimento inicial), permitem participar mais do que proporcionalmente nas variações de valor do ativo subjacente (maximização do ganho ou perda)”<sup>22</sup>. Para além disso, a par com outras possíveis opções, o recurso a este produto permite uma maior e mais ágil diversificação dos portfolios de investimentos e, mediante as cláusulas contratuais

---

<sup>20</sup> Andre Leonard, *Credit default swaps: What are they good for?* Disponível em: [https://www.salon.com/2010/04/20/naked\\_credit\\_default\\_swaps/](https://www.salon.com/2010/04/20/naked_credit_default_swaps/).

<sup>21</sup> José E. Antunes, “Os Instrumentos Financeiros”, 2017, p. 230.

<sup>22</sup> José E. Antunes, *op cit.*, p. 373.

acordadas no limite da disponibilidade das partes, poderão comportar maiores prazos de financiamento, possíveis vantagens fiscais etc.<sup>23</sup>.

A acrescentar, a utilização de *CDS* pode tornar-se numa ferramenta particularmente útil no que respeita a eventuais indisponibilidades de capital, quer estejamos a falar em termos de tempo ou custo associado. Pois mediante a sua utilização torna-se possível contornar não só o grande obstáculo que é a dificuldade de tesouraria, com também as restrições associadas aos movimentos de capitais colocadas pelos controlos de câmbios.

No entanto, não podemos esquecer-nos das vicissitudes que estes instrumentos colocam. Se, por um lado, os *CDS* promovem uma partilha de risco entre os vários agentes do mercado, por outro, eles próprios podem colocar em causa a estabilidade financeira.

Através do tal desfasamento entre a propriedade do ativo subjacente e o derivado que lhe está associado, tornando mais complexas e contingentes as projeções relativas aos fluxos e disponibilidades de caixa, o simples facto de este produto se basear numa eventualidade (embora mitigada por ferramentas que permitem uma melhor avaliação do ativo) torna-se verdadeiramente potenciador de perdas em grande escala, designadamente pelo facto de que a pedra basilar sobre a qual este contrato incide é a cobertura de um risco de incumprimento de concessão de crédito, pelo que a sua natureza revela, desde logo, uma certa probabilidade ou, se quisermos, apetite de *default ab initio*.

Se a isto associarmos o facto de que, quem a este tipo contratual recorre, pretende “segurar” elevados montantes, torna-se expectável que, em caso de evento de crédito, a magnitude das perdas dos investidores (por força da estrutura de derivação e do efeito de alavancagem financeira), possa ser ilimitada, gerando um «efeito de dominó» sobre todo o sistema financeiro.

Nesta vertente, os mercados de *CDS* podem colocar em causa a estabilidade financeira devido a “*spillovers*” a outros mercados, como o mercado acionista e o mercado de obrigações.

Com isto é possível concluir que, se por um lado os *CDS* são vistos como uma arma de arremesso devido à sua função económico-social associada à especulação e arbitragem levadas ao extremo (que, no limite, podem levar ao colapso do sistema financeiro no seu todo) por outro, estes consubstanciam-se em verdadeiras ferramentas que colocam ao

---

<sup>23</sup> Rui Pereira, “O Contrato de *Swap* – Uma Análise à Luz da Atual Crise Financeira”, 2014, p. 11.

dispor dos investidores uma melhor alocação do risco e uma constante movimentação de capitais entre os diversos agentes, nomeadamente por terem uma posição ativa na formação dos preços dos ativos subjacentes, atribuindo, em simultâneo, uma maior liquidez ao mercado, dadas as sucessivas transações *overnight*.

## **1. DAS FIGURAS AFINS**

Dentro do universo dos derivados creditícios, vários são os instrumentos financeiros desenhados com o fim de cobrir o risco associado a um evento adverso, tipicamente associado ao incumprimento do crédito.

Neste âmbito, afiguram-se como os mais comuns: os *credit linked note* - que se caracterizam como valores vinculados a créditos-, os *credit default swaps*, os *total rate of return swaps (TRRS)*, bem como os *collateralized debt obligations (CDO)* – e as operações com *credit spreads*, cujas formas mais recorrentes destes últimos são os *credit-spread forwards* e os *credit-spread options*.

Cabe tecer algumas considerações em relação a estas figuras, previamente à exposição sobre os seus desmembramentos.

### **1.1. Credit Linked Notes (CLN)**

Os *credit linked notes* são, nas palavras de Maria Emília Teixeira: “(...) derivados de crédito titularizados com natureza híbrida, porquanto reúnem em si características dos valores mobiliários e dos instrumentos financeiros derivados”<sup>24</sup>.

Em bom rigor, os CLN são derivados de crédito titularizados, consubstanciando-se como verdadeiros valores representativos de dívida, cujo pagamento de juros e/ou reembolso de capital se encontram condicionados à não verificação de um conjunto de circunstâncias (designadas de eventos de crédito) definidas no momento da emissão. Tal como nos *CDS*, aqui os eventos de crédito relacionam-se diretamente com o comportamento de um determinado ativo subjacente e devedor de referência.

Regra geral, os emitentes de CLN são entidades criadas especificamente para esse fim (nomeadamente, através dos conhecidos SPV), às quais está associada uma considerável - ou até mesmo elevada- notação de risco. Estas entidades detêm diversos ativos

---

<sup>24</sup> Maria Emília Teixeira, *op cit.*, p. 238.

financeiros em carteira, pelo que emitem CLN por forma a financiar essa mesma aquisição. A particularidade desta figura reside no facto de que, se ocorrer algum evento de crédito relativamente a esses mesmos ativos financeiros, o emitente fica dispensado do pagamento da totalidade ou de parte dos juros e, eventualmente, do reembolso da totalidade ou parte do capital.

Nestes termos, o investidor de CLN assume o risco de crédito do devedor de referência. Em contrapartida beneficiará de uma taxa de juro mais elevada do que aquela que obteria se investisse em produtos que comportam um menor risco.

As CLN permitiram, na sua fase embrionária, o acesso ao mercado de derivados por parte de investidores aos quais, normalmente, se encontrava vedada tal possibilidade, por virtude de diversas limitações <sup>25</sup>

Cabe, neste momento, fazer uma breve referência a um subtipo de CLN – as designadas *credit default notes* (CDN). Estas, por seu turno, permitem transferir o risco de crédito inicialmente suportado por uma entidade, para outra ou outras.

A recondução das CDN à categoria mais ampla dos derivados de crédito tem por base a constatação de que o titular de uma CDN se encontra numa posição análoga à do vendedor de um *swap* de crédito (*CDS*) ou, porventura, de uma opção de crédito (*credit default option*), uma vez que assume o risco de crédito dos ativos subjacentes, através da venda de proteção.

Do ponto de vista dos investidores, cumpre assinalar qual a função económico-social desempenhada por este derivado. Relativamente a estes, dir-se-á que o propósito existencial das CDN é, puramente, o investimento e rentabilidade, tendo em conta que o respetivo investidor, ao aceitar ver transferida para a sua esfera o risco de crédito a que

---

<sup>25</sup> Sejam estas de cariz institucional – como é o caso dos fundos e das companhias de seguros, em certas circunstâncias – ou de índole funcional – no caso, a título de exemplo, das carteiras sob gestão, quando o respetivo titular não autorize o investimento em derivados.

Transcrevendo Sofia Borges e Sofia Magalhães:” na sua substância, os valores mobiliários condicionados por eventos de crédito ou *credit linked notes* visam, na perspetiva do respetivo emitente, a captação de aforro, o que significa que cumprem uma função de financiamento. O que os singulariza é o facto de assegurarem também uma função de gestão do risco de crédito, seja do risco de crédito a que se encontra sujeito o respetivo emitente, seja do risco de crédito a que se encontra exposta uma outra entidade. A função de gestão do risco de crédito que vimos referindo não impede, no entanto, que os *credit linked notes* sejam emitidos também, em determinadas circunstâncias, com intuitos especulativos, o que significa que a emissão respetiva tem, nestes casos, em vista a gestão das expectativas da emitente relativamente ao risco de crédito a que estão sujeitas determinadas entidades com as quais aquele pode não ter estabelecido nenhuma relação creditícia.”, in “*Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*”, nº 15, 2002, p. 130.



se encontra exposta uma outra entidade, acabará por beneficiar de uma taxa de juro mais elevada do que aquela que obteria caso fosse titular de obrigações normais, de menor risco, embora com o mesmo prazo.

Por fim, no que concerne à emissão de CLN há que repartir faseadamente o processo. Num momento inicial, um banco empresta dinheiro a uma sociedade (ou a um conjunto de sociedades) e celebra, de seguida, um *CDS* com uma entidade emitente, à qual paga um prémio. Posteriormente, esta entidade emite, por sua vez, as CLN.

Seguindo esta lógica, em caso de verificação de um evento de crédito na esfera das entidades de referência, a entidade emitente terá de pagar ao banco a diferença entre o montante em dívida pelas entidades de referência e o montante que estas efetivamente pagaram ao banco (pagamento contingente). Por fim, o emitente pagará aos investidores o valor nominal das CLN, deduzido do montante pago ao banco na sequência do evento de crédito. Em alternativa, caso não se verifique o evento de crédito, a entidade emitente pagará aos investidores o valor nominal das CLN e um juro elevado.

### **1.2. *Total Rate of Return Swaps (TRRS)***

Os *Total Rate Of Return Swaps*, doravante designados de «TRRS», são contratos que permitem a obtenção de uma certa posição jurídica num contrato, tal como se houvesse uma cessão da posição contratual, mas sem que tenha existido efetivamente essa cessão. Aqui, uma das partes (o beneficiário ou o comprador de proteção) paga à outra parte (o pagador ou o vendedor de proteção) periodicamente um montante para que este entregue os *cash flows* inerentes a um certo ativo subjacente, não precisando de o deter para dele usufruir.

Na data de vencimento contratada das obrigações inerentes a este derivado, o *protection seller* deve ainda pagar ao *protection buyer* a diferença, caso exista, entre o valor do ativo subjacente em referência à data e o valor que o mesmo tinha no momento da contratação do *swap*, protegendo-se, desta forma, contra as perdas de valor, independentemente das causas que se lhes possam estar subjacentes, sendo que estes se traduzem em produtos de replicação.

Na prática, os TRRS garantem ao *protection buyer* a proteção contra qualquer risco inerente ao ativo subjacente e não apenas em relação ao risco de crédito, através dessa cessão contratual, por virtude da qual são criadas posições sintéticas. Note-se que, na

presente situação, apenas os fluxos financeiros serão objeto de um contrato de permuta financeira.

### **1.3. *Collateralized Debt Obligations (CDO)***

Por fim, algumas palavras devem ser tecidas a propósito das *collateralized debt obligations*. Este produto financeiro, que veio a ter um impacto colossal nas contas dos bancos depois de rebentar a bolha especulativa no ano 2007.

Presente encontra-se a circunstância em que uma entidade pretende obter ativos para usar como garantia e também vender *cash flows packages* a investidores. No entanto, para que tal seja possível, necessitam da intervenção de um SPV – sendo, deste modo, uma das formas mais usadas para titularizar instrumentos financeiros, satisfazendo o imperativo da seleção e gestão de riscos de crédito.

Este instrumento conheceu o máximo da sua aplicação no âmbito dos *subprime mortgages*, nos quais se inserem os créditos concedidos à habitação no pré-crise. Tal como ilustrado por Tiago Freitas e Costa<sup>26</sup>: “(...) através do processo de titularização, os bancos juntavam os seus *subprime assets*, num conjunto de produtos composto de outros títulos de dívida, com ratios de performance diferentes – que em via de regra apresentavam desempenhos melhores - por forma a realocar o risco de perdas avultadas para os bancos, resultantes do não cumprimento dos empréstimos por parte dos credores. (...) Esta criação consistia numa espécie de *asset backed securities* – no caso dos empréstimos hipotecários *subprime* designar-se-iam por *mortgage backed securities* – que consistem em títulos construídos por referência a um determinado ativo, representativos de direitos sobre fluxos gerados por um conjunto de ativos (“*pool*”).

Para além disso, as CDO podem assumir diversas outras estruturas: podem ser *collateralized loan obligations* (CLO), *collateralized bond obligations* (CBO) ou *collateralized structured obligations* (CSO).

---

<sup>26</sup> Tiago Freitas e Costa, *op cit*, p. 28.

## **2. DAS MODALIDADES DE CREDIT DEFAULT SWAP<sup>27</sup>**

Dentro daquele que é o universo dos derivados creditícios, os *CDS* podem assumir diversas formas. A destrição mais comum corresponde à contraposição entre o *single-name CDS* e o *multi-name CDS*.

Para além destes, os *CDS* podem ainda apresentar configurações mais complexas, nomeadamente, através dos *portfolio default swaps*, *basket default swaps* (em que o ativo subjacente consiste em índices, cabazes), etc.

### **2.1. Single-name CDS**

Nos *Single-name CDS* é concedida proteção relativamente a um evento de crédito de uma única entidade de referência. Como veremos em maior detalhe na parte dedicada ao estudo dos meios de liquidação, no caso de verificação do evento de crédito, tal constitui o vendedor de proteção na obrigação de pagar ao comprador uma compensação previamente contratada. Estes correspondem aos contratos *CDS* mais comuns (*vide* o gráfico 1), pelo que o núcleo basilar deste contrato derivado corresponde a uma única obrigação de referência, cujo risco está a ser coberto.

### **2.2. Multi-name CDS**

Aqui, inversamente à modalidade antecedente, a proteção concedida visa abranger eventos de crédito que possam ocorrer em relação a mais do que uma entidade de referência, pelo que o comprador do *CDS* pretende adquirir proteção para o crédito que detém sobre essas entidades.

Importa ainda fazer a distinção das variantes que os *multi-name CDS* pode assumir. Assim, a destacar, podemos encontrar as seguintes modalidades: *basket default swaps*, *portfolio default swaps* e *equity default swaps*. Analisemos cada uma de seguida.

### **2.3. Basket Default Swaps**

Através de um *basket default swaps*, os investidores podem transferir o risco de crédito referente a um conjunto de títulos que possuem, através da sua colocação num “cesto”. O credor de referência - *buyer* no *CDS* - seleciona os devedores relativamente aos quais

---

<sup>27</sup> Maria Emília Teixeira, *op cit.*, p. 239.

existe uma maior probabilidade (como que uma carteira de referência), em seu entender, de incumprimento e celebra um BDS, para se proteger desse facto.

Acontece, todavia, que poderão colocar-se no *CDS* cláusulas que prevejam que só se cobrirá o incumprimento do primeiro *default* daquele conjunto de entidades e não os restantes, pelo que após o primeiro *default event* o *CDS* termina. É também possível, no âmbito da autonomia privada das partes, colocar uma cláusula que refira que só o segundo ou terceiro *defaults* serão compensados, mas não os restantes, ou ainda inserir uma cláusula que estipule a compensação de alguns *defaults*, sendo que não poderá ser nenhum relativo às entidades de referência colocadas até à sexta posição.

Estas são as cláusulas mais celebradas no seio da prática internacional, o que não obsta, tal como mencionado, que não se possam apor outras que sejam fruto da negociação dos contraentes do contrato.

#### **2.4. Portfolio Default Swaps**

Um *portfolio default swap* conglobera uma carteira de referência que inclui, usualmente, mais de dez entidades de referência de que cujo incumprimento o comprador de proteção se pretende salvaguardar.

Aqui, a transferência do risco de uma carteira de títulos é aferida segundo uma parcela ou percentagem. De modo a ilustrar esta explicação, se a percentagem fixada pelas partes for de 9%, tal significa que será efetuada a compensação de 9% relativamente à totalidade da carteira de títulos, caso haja o primeiro incumprimento e independentemente da entidade de referência.

#### **2.5. Equity Default Swaps**

Esta variante do multi-name *CDS* consubstancia a última evolução dos *CDS*.

Nesta, o ativo de referência não é um título de dívida, mas sim uma ação (*equity*) ou índice de ações. O evento que desencadeia a obrigação do vendedor de proteção não é o incumprimento da entidade de referência, verifica-se antes quando o ativo de referência atinja um mínimo de proteção. Fixa-se, de igual forma, o nível de recuperação da perda sofrida a partir da *recovery rate* (taxa de recuperação). Assim, a natureza do ativo subjacente é o que distingue estes *default swaps* dos relativos à proteção creditícia.

### **3. O CDS ENQUANTO CONTRATO DE RISCO**

Embrionário tem sido o debate sobre aquela que deve ser considerada a natureza jurídica associada ao *CDS*, enquanto instrumento financeiro complexo<sup>28</sup>. Decerto é que os debates em redor deste tipo contratual têm vindo a crescer e as querelas doutrinárias têm vindo a ganhar forma e volume. Nesta sede cabe-nos, portanto, debruçar sobre as várias posições em destaque, por forma a chegar a uma construção sustentada.

Do ponto de vista contratual dir-se-á que o *CDS* configura-se como um contrato típico<sup>29</sup>, oneroso (envolvendo prestações que implicam perdas patrimoniais, sendo neste caso um jogo de soma-nula, onde o ganho do *protection buyer* implica a perda ou sacrifício do *protection seller*, ou vice-versa), sinalagmático, devidamente estruturado e consagrado nas diversas ordens jurídicas internacionais, com um especial destaque no sistema legislativo norte-americano (com o auge da sua manifestação preconizado pelo *Dodd-Frank Act*), fruto do passado recente associado à crise dos *subprime* que se estendeu do ponto de vista comunitário à crise das dívidas soberanas.

Formalmente, justifica afirmar-se que entre os contraentes de um *CDS* vigora o princípio da liberdade contratual, baseado na autonomia privada, existindo ainda a prática comercial de sujeição deste tipo contratual a forma escrita, nomeadamente, à respetiva subscrição do *ISDA Master Agreement* – que se configura como um verdadeiro contrato estandardizado de adesão – aplicável, maioritariamente, às transações em mercado OTC, fruto do imperativo de regulamentação destes - e de outros - produtos derivados que se constatou no pós-crise de 2007. Sublinhe-se, com isto, o seu carácter standard, pois no que respeita às especificidades e condicionantes próprias de cada *swap* de risco de

---

<sup>28</sup> Segundo a caracterização estabelecida no preâmbulo do Regulamento CMVM nº 1/2009, constituem produtos financeiros complexos (PFCx) os “(...) instrumentos financeiros que, embora assumindo a forma jurídica de um instrumento já existente, têm características que não são diretamente identificáveis com esse instrumento”. Como se pode constatar, estes correspondem a instrumentos financeiros cuja especial complexidade, nomeadamente no que concerne à perceção dos riscos que o investimento neste tipo de produtos envolve, resulta do facto de o PFCx incorporar riscos e características de dois ou mais instrumentos financeiros de diferente estrutura e natureza sob a aparência de um instrumento financeiro único. Uma das características mais comuns deste tipo de produtos corresponde à oferta de uma rendibilidade incerta, geralmente dependente da evolução do preço de outros ativos (ações, taxas de juro, índices, entre outros), podendo o respetivo retorno vir a assumir valores negativos.

<sup>29</sup> Elencado na DMIF II, no seu art. 4.º, número 1, ponto 15), que remete para o Anexo I, Secção C, ponto 8.

incumprimento de crédito, estas são naturalmente moldáveis, de acordo com a disponibilidade das partes<sup>30</sup>

A acrescentar, no que toca à duração do vínculo, torna-se relevante estabelecer que estamos, tendencialmente, perante um contrato duradouro de execução continuada ou periódica, pois o seu cumprimento não se esgota numa só prestação, antes exige a realização de várias, durante todo o tempo de vigência do contrato.

Por último, mas não menos importante, há que considerar o *CDS* como um contrato comutativo, na medida em que os elementos do contrato (conteúdo, atribuições patrimoniais, etc.) são definidos *a priori*, embora com grandes doses de aleatoriedade. Derivada desta última característica tem sido evidenciada pela doutrina, maioritariamente, no plano internacional a proximidade do *swap* (*lato sensu*) ao jogo e aposta.

### **3.1. JOGO E APOSTA**

Existem aqui várias premissas a considerar. A primeira corresponde ao facto de que, quando falamos em jogo e aposta, consideramos que os respetivos contraentes se comprometem reciprocamente, mediante uma condição (seja uma determinada soma ou coisa), de tal forma que no final só um deles se torna credor do outro. Estamos a falar, portanto, nas palavras de CALVÃO DA SILVA, de “um passatempo ou fim lúdico ou uma quantia pecuniária com efeito (cego) da sorte”.

O código civil francês estabelece como contrários aleatórios, o seguro, o empréstimo, o jogo e as apostas, estando validamente constituídos e sustentados quando o seu propósito é o de garantir ou reduzir o risco do imprevisível. Já não o estão quando a respetiva motivação é especular sobre a incerteza. Já em Itália, a doutrina tende a considerar que “por meio da aposta verifica-se uma transmissão de riqueza inútil.”

Com o devido apreço, não é nisto que se consubstancia o núcleo duro de um *CDS*. Mesmo a doutrina nacional que considera um *swap* como um contrato aleatório, afasta a possibilidade da respetiva equiparação conceptual, uma vez que não existe subjacente o elemento lúdico. Naquilo que os une, que é o apetite pela especulação, ambos se

---

<sup>30</sup> A título de exemplo, por forma a obter um spread mais reduzido, o *protection buyer* terá de abdicar de outras cláusulas a seu desfavor, nomeadamente, através do estabelecimento de colaterais exigidos à entidade de referência, entre múltiplas outras condições que são ajustáveis, por forma a estabelecer um certo equilíbrio na relação contratual.

distinguem por aquela que é considerada a intenção das partes, na medida em que “o jogador cria um risco, o especulador utiliza o risco com fins uteis ou intenta prevenir-se dele. Os *swaps* são manifestamente instrumentos fundados na aleatoriedade, no entanto, tentam utilizar esta característica para obter uma maior prudência financeira.”<sup>31</sup>.

De facto, mesmo no contrato de *swap* especulativo, os respetivos intervenientes dispõem *prima facie* de um quadro macroeconómico através do qual lhes é possível examinar sinais evolutivos e de compreensão financeira mínima que torna possível antecipar a evolução do mercado num determinado sentido, não está em causa, pois, uma imprevisibilidade total dependente de fatores externos incontroláveis.

Subscrevendo a opinião de CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA<sup>32</sup> aquando da sua interpretação sobre os contratos diferenciais, o que faz divergir estas duas figuras é a respetiva causa contratual entendida no sentido da função económico-social subjacente.

Em ambos, essa função corresponde ao risco. No entanto, a forma como esta é perspectivada diverge consoante a finalidade do contrato. Efetivamente, para qualquer um dos tipos contratuais, o custo final recai apenas sobre uma das partes e o benefício funciona apenas a favor da outra – no caso dos *CDS*, em caso de evento de crédito o *protection buyer* é o agente beneficiador da relação contratual ou vice-versa. No jogo e aposta, esse agente corresponde àquele que acertou acerca de uma previsão ou da verdade de um facto.

Por esta razão, em tempos foi discutida a admissibilidade de *swaps* especulativos, pelo seu desfasamento quanto à sua função originária de cobertura de risco. Pois neste caso, o risco é endógeno<sup>33</sup> e o custo é certo quanto à sua verificação o que, por sua vez, faria aplicar aos mesmos o regime previsto nos arts. 1245.º e ss. do CC e, consequentemente, a invalidade (mais concretamente, nulidade) quanto à sua transação em mercado.

No entanto, este regime é, desde logo, afastado por aplicação do art. 1247.º do CC, tendo em consideração que o tratamento legal aplicável aos *swaps* se encontra disperso em legislação especial, com a sua consagração (ao nível nacional) no CVM - artigo 2.º, nº1, alíneas e) e d). A acrescentar, o artigo 204.º, nº1, alínea b) do diploma em apreciação

---

<sup>31</sup> Como descrito no Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 26-01-2016, processo n.º 876/12.9TVLSB.L1. S1.

<sup>32</sup> Carlos Ferreira de Almeida, “*Swaps de Troca e Swaps Diferenciais*”, in “*Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*”, nº 51, 2015, p.11.

<sup>33</sup> Carlos Ferreira de Almeida, op. cit., p. 16.

admite como objeto de negociação instrumentos financeiros derivados “cuja configuração permita a formação ordenada de preços”.

Por seu turno, o art. 227, nº2 faz uma remissão para o Regulamento CE nº 1287/2006, de 10 de agosto, que define as características dos instrumentos financeiros suscetíveis de negociação em mercado regulamentado, sem qualquer restrição quanto à natureza especulativa dos mesmos, consolidando apenas o corolário do princípio da informação e transparência prosseguido pela DMIF II. Na mesma linha de orientação, o Regulamento da CMVM nº 8/2018, de 21 de dezembro<sup>34</sup> limita-se a consagrar deveres informativos, uma vez mais sem limitar qualquer transação de instrumentos especulativos.

No entanto, a inaplicabilidade do regime do jogo e aposta aos *swaps* não resulta tão-só da existência de lei especial. Em bom rigor, como apontado por FERREIRA DE ALMEIDA, o jogo difere dos *swaps*, no sentido em que nele não existe troca ou permuta, nem tampouco um caráter periódico de prestações, mas antes e apenas a entrega por parte de um contraente ao outro de uma certa quantia pecuniária.

Para além disso, no jogo e aposta, por virtude do compromisso recíproco levado a cabo, apenas uma das partes será credora da outra. Já o *CDS* visa o pagamento recíproco e periódico (do designado *premium*) que, muitas vezes, não está determinado desde logo – podendo depender até da necessidade de reestruturação da dívida subjacente, de uma mudança no *rating* do crédito em causa, entre diversas outras condicionantes.

### **3.2. CONTRATO DE SEGURO**

A maior controvérsia centra-se, no entanto, na proximidade deste tipo contratual ao contrato de seguro, pois como bem afirma PEDRO ROMANO MARTINEZ<sup>35</sup>: “a ligação umbilical entre a atividade mercantil e seguradora perde-se na noite dos tempos”. Especificamente no caso do *CDS*, o que está em causa é a celebração de um contrato celebrado entre duas partes, que tem como propósito garantir a cobertura de prejuízos resultantes do incumprimento de obrigações que resultem de um outro contrato (que se lhe é subjacente), por parte daquele que nele ocupa a posição de devedor da prestação<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> Este diploma veio revogar parcialmente o Regulamento nº 2/2012, de 25 de outubro, aplicável apenas aos produtos financeiros complexos exclusivamente comercializados antes de 1 de janeiro de 2018.

<sup>35</sup> Pedro Romano Martinez, “Direito dos Seguros”, 2006, p.24.

<sup>36</sup> Maria Emília Teixeira, *op. cit.*, p. 292.



Consequentemente, quem requer proteção tem um preço a pagar pela mesma (neste caso, um prémio) e, em contrapartida, em caso de ocorrência de um evento creditício - devidamente estipulado no *CDS* - é-lhe atribuída uma compensação, também ela previamente acordada, que visa anular os prejuízos que tal evento lhe causou, pelo que o *CDS* cessará aquando do término do respetivo contrato subjacente.

Esta realidade remete-nos, de certa forma, para a figura do contrato de seguro, nos termos do qual um tomador de seguro paga um prémio, com uma certa periodicidade, ao segurador por forma a que este o indemnize no caso da verificação de determinado evento, futuro e incerto, pelo que o preço acordado refletirá a probabilidade da ocorrência de tal evento.

Para os defensores da qualificação do *credit default swap* como um verdadeiro seguro existe um esforço de integração desta figura no contrato de seguro financeiro (de crédito), na medida em que este último se propõe a garantir ao segurado a indemnização das perdas sofridas pelo incumprimento ou insolvência dos seus devedores, de acordo com os limites do capital seguro, em consonância com o princípio indemnizatório<sup>37</sup>.

Nestes termos, a cobertura abrange o risco de incumprimento de crédito, numa lógica de “cobertura-garantia”. É estabelecido, por acordo entre as partes, um prazo (designado de prazo de carência) após o qual esse atraso releva enquanto verificação do sinistro.

Na letra do art. 161.º da LCS<sup>38</sup> encontram-se elencados, de forma não exaustiva, os riscos seguráveis que decorrem dentro do limite da cobertura, nomeadamente, nos termos da alínea a), a “*falta ou atraso no pagamento de obrigações pecuniárias*”.

No reverso da medalha, encontram-se aqueles que rejeitam esta qualificação, por considerarem que um *CDS* não constitui, conceptualmente, um contrato de seguro. Entre eles destaca-se ENGRÁCIA ANTUNES, para quem os derivados creditícios são, essencialmente, contratos atípicos insuscetíveis de se reconduzirem a qualquer tipo comercial tradicional com os quais guardam afinidades, como é o caso do contrato de seguro, que pressupõe a existência de um risco puro determinado, bem como um interesse, sob pena de nulidade (nos termos do art.º 1.º e 43.º/1 do Decreto-Lei n.º 72/2008, bem como o art. 294.º do Código Civil), ao contrário do que acontece com o

---

<sup>37</sup>Sérgio Henriques, “O Seguro de Crédito à Luz Do Regime Jurídico do Contrato De Seguro”, 2014, p. 4.

<sup>38</sup> Regime Jurídico do Contrato de Seguro, DL n.º 72/2008, de 16 de abril.

derivado de crédito, que admite causas contratuais puramente especulativas e arbitragista.<sup>39</sup>

Com o devido apreço pela construção doutrinária do autor, há que explorar as premissas que aqui se encontram subjacentes. Em nossa opinião, ao subscrever a ideia de que não existe um risco puro na transação deste tipo de produtos (mas apenas um risco especulativo), consideramos que os mesmos estão a ser reduzidos no seu todo, designadamente quando atendemos à sua função económico-social base de mitigação de risco.

Já no que ao requisito da determinabilidade concerne, em princípio o risco é determinado – como mencionado anteriormente, esse risco corresponde ao incumprimento na restituição do capital emprestado subjacente ao contrato de concessão de crédito. Tal como em qualquer outro seguro, é certo que se está a requerer proteção sobre o imprevisível, seja este a morte, um roubo, um incêndio ou pura e simplesmente um incumprimento de um contrato, que é o que está em causa.

### **3.2.1. Contribuição Dos Diversos Ordenamentos Jurídicos: Em Especial, A Designada “*Potts Opinion*”**

Torna-se imperativo, neste ponto, fazer um breve confronto entre ordenamentos jurídicos.

Na Austrália, o “*Insurance Contracts Act*” datado de 1984 não estabelece nenhuma definição geral sobre o seguro, estabelecendo apenas aquilo que deve ser tipificado como tal. No entanto, foi abolido o conceito de interesse segurável, pelo que o contrato não é inválido verificada a sua ausência<sup>40</sup>. As implicações precisas que resultam destas normas requerem um estudo mais alargado, não obstante, é possível depreender que não parecem existir grandes obstáculos à qualificação de um *CDS* como um contrato de seguro. Todavia, o *protection seller* não deixa de estar sujeito à devida autorização para o exercício da atividade seguradora, tal como acontece no ordenamento jurídico português.

---

<sup>39</sup> José Engrácia Antunes, “Os Derivados”, in “*Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*”, n.º 30, 2008, p. 32.

<sup>40</sup> Nos termos da Secção 16 do referido diploma: “*A contract of general insurance is not void by reason only that the insured did not have, at the time when the contract was entered into, an interest in the subject-matter of the contract*”. Por seu turno, a Secção 17 acrescenta que “*(...) legal or equitable interest is not required at the time of loss.*”.

Por seu turno, os EUA são a principal jurisdição, a par com Inglaterra, a desempenhar o maior volume de transações no mercado global de *CDS*<sup>41</sup>. Em Nova Iorque não existe qualquer consagração legal dos *CDS* como contratos de seguro – a lei permanece omissa quanto a isso nos dias que correm. No entanto, nem sempre assim foi. Em 2000, o *New York State Insurance Department* (NYSID) estabeleceu de forma clara que as transações derivadas de *CDS* não se consubstanciavam, do ponto de vista legal, como seguros. Acontece que tal posição foi revista e, em 2008, o departamento em causa emitiu uma Circular de acordo com a qual era possível, em certas circunstâncias, considerar um *CDS* como um seguro, expressando designadamente a vontade de melhor regulamentar os “*covered swaps*”<sup>42</sup>.

O passo mais importante foi dado pela *National Conference of Insurance Legislators* (NCOIL), em 2009, tendo sido publicado um modelo – ainda que provisório - de legislação aplicável especificamente aos *CDS* (*Credit Default Insurance Model Legislation*). Entre outras coisas, esse modelo estipulava que: 1) os *covered CDS* (nos quais os respetivos compradores teriam um interesse material sobre a entidade de referência) seriam alvo de regulação e supervisão pelas entidades responsáveis pela atividade seguradora, com a designação de “*credit default insurance corporations*”; e 2) os *CDS* a descoberto (*naked CDS*) deveriam ser inteiramente banidos da respetiva ordem jurídica. O próprio Estado de Nova York formulou uma proposta de acordo com a qual o *CDS* deveria ser considerado um produto de garantia financeira, regulado sob a égide das normas reguladoras do direito dos seguros.

Acontece que as recomendações inicialmente levadas a cabo não seguiram um rumo.

O auge máximo do lobby legislativo vivido na altura deu-se com a inclusão de uma previsão à versão final (Parte II, alínea j) do célebre *Dodd-Frank Act* - responsável em grande parte pela regulação dos mercados de *swaps* e que vigora até aos dias de hoje - mediante o qual os *CDS* não deverão, de modo algum e em qualquer jurisdição, ser considerados (nem regulados como) contratos de seguro<sup>43</sup>.

---

<sup>41</sup> Oskari Juurikkala, *Credit default swaps and Insurance: Against the Potts Opinion*, 2011, p. 14.

<sup>42</sup> Por contraposição aos *naked CDS/CDS* a descoberto.

<sup>43</sup> “*Regulation of swaps as insurance under state law. – A swap – (1) shall not be considered to be insurance; and (2) may not be regulated as an insurance contract under the law of any State*”.

Nesta sede, surge o mais famoso argumento que sustenta a tese de que ambos os tipos contratuais se distinguem um do outro pela sua natureza – a designada “*Potts Opinion*”.

Acolhida pela ISDA, Robin Potts QC elaborou em 1997 uma doutrina de acordo com a qual os derivados creditícios não poderão ser caracterizados como contratos de seguro, na medida em que os primeiros são estruturados com o propósito de cobrir ou mitigar o risco de verificação de um evento de crédito, independentemente de verificado ou não um dano ou perda, que é o que acontece com os seguros. Acrescentar, as posições ativas subjacentes a um contrato de *CDS* não dependem de nenhum interesse legalmente protegido (admitindo finalidades que extravasam o âmbito da gestão de risco), elemento esse que é necessário num contrato de seguro.

No entanto, o termo “*protection buyer*” implica, pois, a proteção contra um evento adverso e por isso, *prima facie*, o fim principal de uma transação *CDS* é providenciar essa mesma proteção contra a perda associada à entidade de referência. Toda esta conceção corresponde à estrutura própria de um seguro (financeiro).

### **3.3. POSIÇÃO ADOTADA**

Há que ponderar, desde já, sobre esta questão em diversos primas. Em primeiro lugar, a considerar a premissa de que os *CDS* correspondem a autênticos seguros, a legalidade dos instrumentos transacionados por instituições financeiras seria questionável. Hipoteticamente, qualquer entidade – seja um banco, um *hedge fund* ou um SPV - poderá constituir ou fazer parte, desde que dentro dos respetivos limites legais, de um *CDS* (independentemente da respetiva motivação). Já assim não o é no plano do direito dos seguros pois veja-se que, ao abrigo do art. 16.º, número 1 da LCS, o segurador deve estar legalmente autorizado a exercer a atividade seguradora, sob pena de nulidade (nº2).

Este torna-se num dos maiores obstáculos à aplicação do regime de um, ao outro, na medida em que a transação destes produtos pertence ao âmbito de atividade de entidades tipicamente ligadas ao ramo financeiro e não segurador (não estando, portanto, devidamente autorizadas).<sup>44</sup> Assim, o requisito orgânico falha, desde logo.

A grande maioria dos *CDS* (aqueles que são devidamente transacionados em mercado regulado) apresenta como moldura legal o ISDA (*International Swaps and Derivatives*

---

<sup>44</sup> Ao abrigo do art. 3.º Lei n.º 147/2015, de 09 de setembro, que estabelece o Regime Jurídico De Acesso e Exercício da Atividade Seguradora e Resseguradora.

*Association*) *Master Agreement*, que não só especifica todos os derivados que caem no seu escopo, como também os termos comuns a ser usados neste contrato. Aspectos tais como o que deve ser considerado um evento de crédito, a jurisdição aplicável, os *covenants* e as cláusulas de salvaguarda são exemplos de disposições tipificadas neste diploma, tais como muitas outras que tornam este num verdadeiro contrato-padrão, com as especificidades próprias de cada instrumento a ser transacionado.

Por outro lado, de um ponto de vista contabilístico, o IFRS 4 estabelece o tratamento aplicável aos contratos de seguro e, por seu turno, o IFRS 9 aos instrumentos financeiros. Nestes termos, o IFRS 4 prescreve que os derivados de incumprimento creditício não se encontram sob a respetiva égide, mas sobre a do segundo. De notar, portanto, que a respetiva diferenciação é estabelecida e, nesta sede, não existe nenhuma zona cinzenta que possa levantar alguma ambiguidade quanto à diferenciação de ambos os tipos contratuais.

Atente-se ainda que os *CDS*, ao contrário do que sucede com os contratos de seguro, apresentam um preço *mark-to-market*, dependente das condicionantes diárias que influenciam os mercados (por forma a mitigar o risco de contraparte). No caso dos segundos, este é atuarial - influenciado antes por regras matemáticas e probabilísticas, dependendo das informações fornecidas pelo tomador de seguro.

Em adição, os *CDS* são tradicional e predominantemente transacionados por bancos, por referência a uma entidade externa, alheia ao contrato e encontram-se sujeitos a uma *margin call* que, quando atingida (na eventualidade de a margem de capital/manutenção disponível ser excedida), leva ao cancelamento da respetiva ordem de compra/venda, mecanismo esse que não existe no contrato que se lhe contrapõe.

Ainda, o apanágio do princípio indemnizatório nos primeiros não assenta necessariamente na supressão de um dano, podendo até ter subjacente um ganho. Nestas (e noutras) ocasiões, existe eventualmente um desfasamento entre a proteção concedida e a exposição ao risco, na medida em que este pode até ser inexistente. A este propósito, dir-se-á ainda que o conjunto concentrado de entidades de referência e a própria natureza do negócio (muitas vezes fruto de relações interbancárias), fazem com que os *CDS* revelem ser produtos altamente potenciadores do risco sistémico, contrastando assim com o setor segurador, no qual este risco é limitado.

Por último, os *CDS* são instrumentos dotados de liquidez, quer seja pela possibilidade da sua emissão em massa, quer pela abrangente quantidade de participantes envolvidos, o que seria, seguramente, limitado através da assunção destes produtos como contratos de seguro, impossibilitando - em parte - a sua liberdade de emissão e circulação.

### CAPÍTULO III

## OS CREDIT DEFAULT SWAPS E O MERCADO OVER-THE-COUNTER (OTC)

---

### 1. TRAÇOS GERAIS

Desde a sua criação, a quota de mercado dos *CDS* tem vindo a crescer a um ritmo considerável, apanágio do mercado de derivados que se verificou até à crise financeira de 2007/2008. No entanto, em comparação com a generalidade dos produtos transacionados em mercado OTC, os designados “*sovereign CDS*” e os “*corporate CDS*”<sup>45</sup> representam apenas uma pequena fração dos derivados transacionados neste mercado.<sup>46</sup>

Torna-se imperativo, portanto, perceber a natureza do mercado em que estes produtos são, tipicamente, transacionados – o designado mercado *over-the-counter* (OTC). Estes, por contraposição ao mercado regulamentado (*Exchange Market*), nas palavras de CARLOS PINHO<sup>47</sup>, correspondem a mercados de negociação de títulos sem lugar físico determinado para as transações, sendo geralmente realizados por telefone entre instituições financeiras. Trata-se, assim, de um mercado de balcão não organizado de compra e venda de títulos, sem a coordenação de uma bolsa de valores. Numa fase embrionária, os contratos bilaterais eram unicamente celebrados pelos respetivos intervenientes, sem a presença de qualquer intermediário financeiro.

Apesar de nos dias que correm já existirem mercados organizados de derivados<sup>48</sup>, a sua transação continua a passar pelos mercados OTC (na terminologia anglo-saxónica), dotados de customização. Apesar disso, o facto é que a grande maioria dos agentes de mercado segue as definições do ISDA no que concerne aos eventos de crédito que desencadeiam o pagamento da compensação acordada. Existe, pois, um vasto leque de standardização próprio dos derivados financeiros, dentro dos quais é possível às

---

<sup>45</sup> A diferença entre ambos reside na natureza da entidade de referência. Nesta linha, os primeiros têm como emitente um determinado país e dizem respeito a dívida soberana, sendo o ativo subjacente, usualmente, obrigações do tesouro – OT. Por seu turno, os *corporate CDS* apresentam como emitente uma entidade pertencente ao setor financeiro (sejam estas empresas, bancos etc.).

<sup>46</sup> Com um papel maioritário a ser desempenhado pelos derivados de taxas de juro (*interest rate*) que, entre 2004 a 2012, correspondiam a 70% do valor global das transações.

<sup>47</sup> Carlos Pinho, et al., “Risco Financeiro – Medida e Gestão”, 2019, 2ª Ed., p. 61.

<sup>48</sup> Onde é possível integrarem, atualmente, a bolsa de valores, cujo cumprimento é assegurado por câmaras de compensação – próprias do mercado organizado – que envolvem, a título de exemplo, regras de cumprimento de depósitos de margens iniciais.

contrapartes envolvidas selecionarem a base do contrato e, seguidamente, acordarem as suas próprias condições.

Era de acordo com esta moldura que os *CDS* eram transacionados no pré-crise, num cenário onde as partes constituíam os termos do próprio contrato, marcado pela ausência de informação disponível sobre os preços que estavam a ser praticados no mercado (quer em relação à contrapartida pela proteção concedida, quer em relação aos volumes de transações vigentes entre os restantes agentes), o que levantou – e ainda hoje levanta – algumas querelas académicas do ponto de vista da sua regulação e supervisão.

No que respeita à evolução dos mercados organizados em que os *CDS* se encontram hoje inseridos destacam-se, por um lado, o *Index CDS* – onde um conjunto de *single-name CDS* se reúnem numa *pool*, na qual cada um dos intervenientes (comprador ou vendedor de proteção) detêm uma participação equitativa no índice onde esta categoria de contratos se encontra.

Por outro, o denominado *Basket CDS* também tem vindo a ganhar relevância e neste, de forma análoga aos primeiros, é agrupado um conjunto de entidades de referência, numa *pool* estandardizada. Importa referir que ambos são geridos por entidades devidamente autorizadas, sob os índices “*iTraxx*”, onde se agregam um conjunto de entidades de referência de origem europeia e asiática e o *CDX*, onde se concentram entidades de referência presentes no mercado norte-americano e nos mercados emergentes, correspondendo a um avanço significativo naquela que é a transação destes produtos em mercado regulamentado.<sup>49</sup>

Neste seguimento cabe-nos debruçar sobre os verdadeiros prós e contras associados a cada tipo de mercado, nomeadamente, através do confronto entre ambos.

Em primeiro lugar, há que salientar que o mercado OTC é dotado de uma flexibilidade muito própria que o torna, por defeito, o mais atrativo quando o que se pretende é negociar produtos derivados. A possibilidade da já mencionada customização dos contratos corresponde a uma particularidade aliciante para os agentes que pretendem acordar certas cláusulas que se lhes afigurem mais favoráveis.

Tal como afirma Stulz (2009):” It is easy to innovate over the counter. Anybody who thinks that a new type of derivative might solve a one-time problem for a single firm can

---

<sup>49</sup> Tiago Freitas E Costa, *op. cit.*, 2015, p. 37.



introduce that derivative.” Efetivamente, não é requerida qualquer aprovação por parte dos reguladores, sendo que o aval terá de ser concedido unicamente pela empresa criadora do produto em causa, pois no que toca à criação de produtos financeiros, a imaginação não tem limites!

Tal não sucede no mercado organizado, uma vez que só é possível transacionar aquilo que já está predefinido. Este facto é por muitos visto como uma barreira imposta ao setor financeiro, na medida em que, todos os produtos têm de ser devidamente regulados e aprovados pelas entidades autorizadas (bem como os respetivos contratos subjacentes). Assim, só faz sentido passar por um processo de introdução de um novo produto quando é expectável que este terá um volume de transações capaz de justificar os custos associados à obtenção dessas aprovações.<sup>50</sup>

Acontece que, quem ao mercado recorre, pretende fechar o melhor negócio, encontrar a melhor opção que satisfaça as suas pretensões, acordar um “*best deal*”. O mercado regulamentado é o local de excelência para isso, pois é onde se agrupam, potencialmente, as diversas contrapartes. Se um determinado produto está a ser transacionado com sucesso, certo é que os investidores e as empresas se vão deslocar para o mercado onde escorrem com abundância agentes dispostos a assumir as diversas posições.

Dir-se-á que faz sentido recorrer ao mercado *exchange* quando se procura liquidez - leia-se - partes disponíveis para contratar, com as melhores condições de competitividade o que, por sua vez, dada a enorme dimensão das instituições disponíveis, impacta de forma reduzida os preços em geral. Assim, este tipo de mercado faz escoar as melhores oportunidades para cada sujeito económico.

## **2. DA FALTA DE TRANSPARÊNCIA E OPACIDADE**

Aqui chegados, as atenções recaem sobre aquilo que, em nossa opinião, corresponde ao maior constrangimento – fragilidade, se quisermos – associado ao mercado OTC, que diz respeito à opacidade subjacente às operações deste decorrentes. Em particular, ainda que bem se saiba o que está a ser transacionado, em bom rigor cada parte desconhece a posição da sua correspondente (designadamente, o respetivo nível de exposição ao risco).

---

<sup>50</sup> René Stulz, *op cit.*, 2009, p. 30.

Este facto é altamente potenciador do risco de contraparte, uma vez que leva a uma excessiva alavancagem financeira, através da tomada de posições *short* cuja motivação passa essencialmente pela coleção de prémios a contrabalançar com um risco de *default ex post*<sup>51</sup>, que culmina em níveis de partilhas de risco inefficientes. Estando em causa mercados OTC, não existe nenhum mecanismo penalizador - no que respeita aos preços - aplicável aos agentes fomentadores deste tipo de risco.

Para melhor ilustrar esta realidade, retomemos o exemplo *supra* dado no início deste estudo - a queda da AIG. Em causa estava a transação de *CDS* cujo ativo subjacente correspondia a empréstimos hipotecários. Esta exposição ao incumprimento em massa tornou-se evidente para os próprios investidores, que vieram em consequência exigir a prestação de garantias à AIG, pretensão essa que não estava ao seu alcance. Este fenómeno (o denominado “*gap* de liquidez”) culminou na adoção de políticas de *bail-out*, no qual o Estado foi chamado a intervir através da injeção de capital que servisse para fazer face às obrigações por aquela assumidas.

Este cenário é ilustrativo daquilo que poderão ser os efeitos nefastos no sistema financeiro quando uma grande instituição financeira se expõe em larga escalada a riscos de *default* alheios. No entanto, a lógica que está por detrás - *business as usual* - tem como máxima a premissa segundo a qual, enquanto houver um prémio a receber (um ganho) e o risco segurado pelo contrato não ser desmesuradamente elevado, existe um benefício nesta atividade.<sup>52</sup>

Esta prática levada a cada pela seguradora que tomou, alavancadamente, grandes riscos associados a créditos hipotecários, veio trazer ao de cima as fragilidades com que uma grande instituição se pode deparar quando transaciona desenfreada e inadequadamente certos produtos financeiros. À luz desta explicação é possível entender (ainda que parcialmente), o papel que os *CDS* tiveram no *credit boom* antecedido à crise financeira de 2007-2009 e que nesta culminou.

A juntar a isto, se atendermos ao facto de que, na grande maioria das vezes, o comprador de proteção transfere o risco de incumprimento do ativo subjacente («*underlying asset*») que não detém - venda a descoberto<sup>53</sup> - com o propósito de obter um ganho através da

---

<sup>51</sup> Viral Acharya, Alberto Bisin, *Counterparty risk externality: Centralized versus over-the-counter markets*, 2010, p. 4.

<sup>52</sup> Viral Acharya, Alberto Bisin, op. cit., p. 5.

<sup>53</sup> Dir-se-á que:

ocorrência de um evento adverso respeitante à entidade de referência, é expectável pois que os especuladores não sejam vistos de bom grado pelos restantes agentes de mercado. Isto porque, tal como acontece no mercado acionista, quanto maior é a oferta deste valor mobiliário, seja ou não em regime de *short-selling*, menor será o valor associado a cada título.<sup>54</sup>

Constatado o imperativo de regulamentar esta prática financeira, reuniram-se no Regulamento (UE) nº 236/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de março de 2012, um conjunto de normas que visam garantir o funcionamento, acompanhamento e supervisão das diversas posições, através da adoção de um regime preventivo que assegure um nível de transparência eficaz.

Quanto aos principais contornos deste corpo legislativo, com uma especial ênfase atribuída aos *swaps* de incumprimento de dívida soberana, de notar que são aplicáveis genericamente a todos os instrumentos financeiros os preceitos 18, 20 e 23 a 30.

Estes preceitos tratam, respetivamente, dos poderes das autoridades competentes imporem, excecionalmente, deveres acrescidos de reporte e de divulgação de posições curtas e ainda restrições adicionais, por exemplo em caso de queda extraordinária do valor do instrumento e até, casuisticamente, uma limitação do *short selling*, fixando o regime aplicável ao exercício desse poder e os seus contornos.<sup>55</sup> De salientar, ainda, o reforço e harmonização dos poderes atribuídos aos supervisores nacionais e da *European Securities Markets Authority* (ESMA) na monitorização e intervenção sobre *short selling*.<sup>56</sup>

Neste sentido, os supervisores nacionais detêm, mediante determinadas circunstâncias, poderes para pedir informação e obrigar à divulgação pública de posições curtas sobre quaisquer instrumentos, ao abrigo do art. 18.º, proibir ou impor condições à criação dessas

---

(...) “O *short selling*, ou venda a descoberto, é a operação pela qual alguém vende aquilo que não tem – no caso, valores mobiliários. Diz-se que quem vende a descoberto tem uma posição curta (está *short*) relativamente ao valor mobiliário objecto do contrato.(...) O *short selling* pode, contudo, ser “coberto” (*covered short selling*) se existem mecanismos que garantem que a coisa vendida estará disponível quando tiver de ser entregue (por exemplo, o vendedor tem com um terceiro um contrato de empréstimo que lhe garante a disponibilidade dos valores no momento em que os tem de entregar) ou “descoberto” (*naked short selling*) quando esses mecanismos de garantia de entrega não existem.” Cristina Dias, “Notas Breves A Propósito Do Regulamento Sobre *Short Selling* e *Credit default swaps*”, in “*Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*”, nº 39, 2011, p.1.

<sup>54</sup> “Purchases of *credit default swaps* by those who don’t own the debt increase the cost of insurance and the apparent credit risk of the underlying bonds.”, Gerald P. Dwyer, *Financial Speculation in Credit default swaps*, 2010, p. 2.

<sup>55</sup> Cristina Dias, *op cit.*, p. 2.

<sup>56</sup> A autoridade europeia de supervisão dos mercados financeiros criada pelo Regulamento nº 1095/2010, de 24 de novembro de 2010.

mesmas posições, bem como a transações que tenham como efeito atribuir vantagens a um agente em caso de descida do preço de um instrumento financeiro (art. 19.º).

Seguindo esta lógica, está ainda ao alcance das entidades supervisoras proibir o *short selling* quando haja uma quebra significativa dos preços dos instrumentos financeiros, nos termos do art. 23.º do diploma em apreciação. Por outro lado, tal significa que estas terão de se manter mutuamente informadas sobre o exercício destes poderes e coordenar a sua atuação, por forma a evitar efeitos negativos das suas ações noutros mercados. Por último, o regulamento estabelece ainda a obrigatoriedade de as autoridades nacionais comunicarem à ESMA certas informações associadas às práticas recorrentes nos *CDS*.

Devido à natureza *over-the-counter* dos *CDS*, estes produtos padecem, efetivamente, de uma acentuada insuficiência regulatória. Não obstante, nos últimos anos tem vindo a evidenciar-se um esforço no sentido de reverter esta tendência. Aspetos como a standardização das definições do contrato contribuíram positivamente para o desenvolvimento da legislação deste mercado.<sup>57</sup> Para além disso, por influência da *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR) é hoje possível, por parte das entidades responsáveis pela regulação destes produtos, obter informação sobre as especificidades dos mesmos.

### **3. CÂMARA DE COMPENSAÇÃO**

Ainda a propósito do risco de contraparte, podem colocar-se problemas no momento em que os *CDS* têm de ser cumpridos. Surgem, neste âmbito, as designadas câmaras de compensação, que se propõem (entre diversos outros fins), a assegurar o cumprimento do contrato dentro dos trâmites acordados.

As câmaras de compensação, doravante designadas por «CCP», são veículos há muito consolidados no mercado organizado. Pese embora a sua emergência ainda embrionária no mercado de derivados OTC, a utilização deste mecanismo de isolamento do risco de incumprimento tem sido potenciada pelos reguladores (atente-se ao gráfico 2 em Anexo).<sup>58</sup> Neste sentido, as CCP são hoje alvo de um reconhecimento político e

---

<sup>57</sup> Heinz-Dieter Vogel, *et al.*, *Functions and characteristics of corporate and sovereign CDS*, 2013, p. 26.

<sup>58</sup> René Stulz, *op cit.*, p. 4.

institucional, consagradas até ao nível legislativo<sup>59</sup>. No plano europeu, as CCP do mercado de *CDS* a destacar são a “*Eurex Credit Clear*” e a “*ICE Clear Europe*” e ao nível norte-americano a “*CME CMDX*” e a “*ICE Trust US*”.<sup>60</sup>

Em termos práticos, dir-se-á que uma câmara de compensação age enquanto vendedor para os compradores de proteção e enquanto comprador para os vendedores de da mesma, o que possibilita o isolamento do risco de crédito para ambas as partes do contrato, fomentando, simultaneamente, a mitigação do risco de contágio no sistema financeiro. Tal baseia-se no facto de esta assumir o papel de “parte” na mediação dos contratos de *CDS*.

Uma câmara de compensação apresenta um mecanismo de funcionamento análogo ao de uma bolsa de valores, em que os contratos são despersonalizados através da sua mediação, visando o cumprimento destes no âmbito da sua maturação ou na ocorrência de um evento de crédito.

Em segundo lugar, outra particularidade associada às CCP prende-se com a exigência de constituição de depósitos iniciais – denominados de *margins* – através dos quais se cumpre o dever fiduciário na prestação de garantias de cumprimento do contrato<sup>61</sup>. Esta regra de disponibilização de margens iniciais visa assim contribuir para a diminuição (seja ela parcial ou relativa) dos prejuízos suportados pelos agentes da relação contratual na eventualidade de uma das contrapartes não poder cumprir o contrato.<sup>62</sup>

Para além da questão da disseminação dos riscos inerentes ao incumprimento dos ditames contratuais pelas partes assumidos, a CCP é ainda responsável pelo desagravamento da iliquidez vigente no mercado dos *CDS*, e, dado o seu papel na centralização e monitorização da informação, esta poderá agir como elemento de *matching*.

---

<sup>59</sup> Entre nós, estas são reconhecidas no Código dos Valores Mobiliários, TÍTULO V - Contraparte central, compensação e liquidação (arts. 258.º e ss.).

<sup>60</sup> Tiago Freitas E Costa, *op cit.*, p. 49.

<sup>61</sup> O que atribui uma maior segurança aos intervenientes do mercado em face dos riscos de incumprimento

<sup>62</sup> Neste sentido:

“(…) As margens iniciais são determinadas de forma proporcional por referência ao valor nominal do contrato e esta sua determinação também poderá basear-se, consoante as regras da câmara de compensação, no risco do cumprimento das obrigações contratuais inerentes à contraparte. Desta forma, quanto mais volátil for a graduação deste risco, maiores serão as exigências de capital no âmbito das margens de garantia colaterais.”, Tiago Freitas E Costa, *op. cit.*, p. 50.

No entanto, vicissitudes também são apontadas por alguma doutrina a estes mecanismos de gestão de risco e otimização financeira.

O estudo levado a cabo por Zhou e Duffie (2009) vem trazer à colação a possibilidade de a existência de câmaras de compensação exclusivas para a monitorização da transação de *CDS* poder culminar num aumento médio da exposição de risco da contraparte.

Isto porque, numa câmara de compensação exclusiva para este tipo de derivados de crédito, a transferência das posições ilíquidas das partes contratantes realiza-se por recurso à liquidez de outros intervenientes da mesma e não através de uma dissipação do risco através da utilização de outros instrumentos financeiros. Em consequência disso, torna-se imperativo exigir a prestação de garantias mais consistentes, o que comporta, de igual forma, custos superiores.

A contrastar, a existência de uma câmara de compensação direcionada para a negociação de todos os derivados de mercados OTC também pode trazer consequências penalizadoras. A reter, a existência de várias câmaras de compensação vocacionadas para um tipo de contrato específico conduz a uma maior eficiência de operações e a uma maior concorrência de preços. Em segundo lugar, se estivermos a falar de uma CCP congregadora de todo o mercado OTC, em caso de insolvência, tal implicaria consequências sistémicas avassaladoras.<sup>63</sup>

Assim sendo, existem hoje câmaras de compensação específicas para as transações de *CDS*. As principais destinam-se, tendencialmente, a índices de *CDS*, dada a liquidez proporcionada pelo índice ser maior. No entanto, têm sido implementadas com sucesso câmaras destinadas à transação de *single name CDS*.<sup>64</sup> Desde meados de 2016, a negociação de *CDS* com a presença de uma câmara de compensação corresponde a uma obrigação legal exigida pela EMIR, que pretende ir mais longe em relação aos requisitos a respeitar neste mercado.<sup>65</sup>

---

<sup>63</sup> No entanto, o processo de introdução de uma *clearing house* num mercado de um derivado específico enfrenta alguns obstáculos, nomeadamente, no caso de se tratar de um novo produto financeiro, cujo ciclo de vida inicia, tipicamente, com pouca liquidez, o que obriga as CCP a criarem os seus próprios modelos de avaliação de risco.

<sup>64</sup> Martin N. Baily, et al., *Credit default swaps, Clearinghouses, and Exchanges*, 2009, p. 7.

<sup>65</sup> Para uma consulta mais detalhada veja-se: <https://www.theice.com/article/emir-CDS-clearing>

## CAPÍTULO IV

### ENQUADRAMENTO NORMATIVO

---

#### 1. GENERALIDADES

No plano nacional, o órgão responsável pela regulação e a supervisão do mercado de capitais é a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), cabendo-lhe assim acompanhar a atividade e o funcionamento de todas as entidades que intervêm nesses mercados, à luz do art. 353.º, nº1, alíneas a) e b) do CVM, complementado pelo art. 374.º, nº1, relativamente aos poderes de cooperação com outras autoridades nacionais e ainda, ao abrigo do art. 376.º, nº 1 com instituições congéneres estrangeiras.

A acrescentar, enquanto regulador, a CMVM tem vindo a desempenhar o papel de árbitro entre a defesa dos consumidores/investidores e o interesse nacional, posições que podem ser, por vezes, profundamente antagónicas.<sup>66</sup>

No que concerne ao tratamento jurídico atribuído a esta matéria existem algumas considerações a tecer. Em primeiro lugar, cabe salientar que não existe qualquer legislação (tanto ao nível nacional como internacional) aplicável a este contrato, o que – como veremos – corresponde a uma das maiores barreiras impostas ao desenvolvimento deste tipo contratual. Já assim não o é em relação ao instrumento financeiro subjacente, alvo de um vasto leque de regulamentação.

Neste sentido poder-se-á dizer que existem dois grandes pilares que sustentam a normatividade vigente ao nível dos CDS: por um lado *soft law* (com um especial peso e medida o designado «*De Larosière Report*») e, por outro, regulamentação avulsa (apesar de numa escala de menor dimensão e com um especial enfoque para o Regulamento (UE) nº 648/2012). Urge, neste seguimento, atender às particularidades que cada um apresenta.

Note-se, todavia, que no seio dos CDS vigora o princípio da autonomia das partes, que lhes permite moldar o conteúdo do contrato de acordo com as suas vontades (sem prejuízo da sua adesão ao *ISDA Master Agreement*). A liberdade contratual consubstancia-se assim

---

<sup>66</sup> João Soares, “Os reguladores e a defesa do interesse nacional: dilemas no caso do mercado de capitais”, 2002, p. 243.

na pedra basilar deste contrato pelo que, em última instância, esta poderá ser invocada para que os direitos subjacentes a cada uma das partes sejam feitos valer.

## **2. DE LAROSIÈRE REPORT**

Urge neste ponto chamar à colação a designada Reforma de Larosière,<sup>67</sup> por virtude do contributo que este nos deu no plano da gestão de risco.

Na sequência da crise financeira mundial iniciada no verão de 2007 assistiu-se a uma alteração significativa do quadro institucional e poderes atribuídos aos Comités Europeus de Supervisão Financeira (criados no âmbito do designado “Processo de Lamfalussy” e constituídos pelas autoridades nacionais de supervisão), após uma reflexão aprofundada acerca das diversas falhas regulamentares e de supervisão, fruto da reflexão vertida no designado “Relatório de Larosière”, elaborado por iniciativa da Comissão Europeia e publicado em 2009.<sup>68</sup>

Foi identificado, desde logo, um desfasamento na interação entre as variáveis crédito e liquidez, bem como uma falha na avaliação da exposição ao risco «*leverage*» assumido pelas empresas do setor financeiro que levou, conseqüentemente, a uma sobrestimação da capacidade dessas mesmas empresas gerirem os riscos assumidos.

No que aos *CDS* concerne, são aqui evidenciadas as fragilidades associadas aos modelos de avaliação de risco desenvolvidos entre o período correspondente entre 2005 e 2007, constatando-se uma deterioração dos requisitos mínimos associados aos empréstimos hipotecários – elencados pelos seus produtos derivados designados de *Mortgage Backed Security* (MBS) ou *Collateralized Debt Obligation* (CDO).

Tal facto fez emergir um *gap* de liquidez no sistema financeiro, agravado pelo vazio legislativo verificado no plano de concessão de crédito, vigente até então não só nos EUA (neste caso em particular, no crédito à habitação), como também na Europa (aqui, preconizado pela crise das dívidas soberanas), onde as instituições financeiras, reguladores e agências de *rating* tiveram um papel potenciador de tal cenário.

---

<sup>67</sup> Disponível para consulta em: [https://ec.europa.eu/info/system/files/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/de_larosiere_report_en.pdf)

<sup>68</sup> “LIVRO BRANCO sobre a regulação e supervisão do sistema financeiro”, Banco de Portugal, 2016, p. 33.



Para além disso, como denuncia o reporte em apreciação, enquanto os supervisores norte-americanos foram capazes de identificar a origem do problema associado a este produto, adotando as medidas necessárias para estancar o efeito contágio a todo o sistema financeiro, com maiores dificuldade depararam-se os agentes europeus, designadamente, tendo em consideração que a grande maioria destas operações é feita *off-balance sheet*<sup>69</sup>, tornando mais complexo seguir o rasto destes ativos que, juntos, criaram um cenário de opacidade e falta de informação perverso de ultrapassar.

Num tom crítico, Jacques de Larosière traz ainda ao de cima a falta de cooperação e coordenação entre as instituições responsáveis pela supervisão do mercado de capitais, em especial no mercado de *CDS*, quer em termos de partilha de informação, quer em termos de tempo médio de espera pelo seu recebimento o que, conjugado com a falta de *know how* e recursos técnicos eficientes, culminou numa incorreta avaliação e subestimação da natureza deste mercado.

Por virtude destas fragilidades, esta reflexão colocou em evidência, pioneiramente, a necessidade de reduzir no curto prazo o risco de contraparte, através da criação de uma câmara de compensação para o mercado de *CDS*, devidamente simplificada e estandardizada, tendo este sido um dos maiores contributos levados a cabo na luta por um mercado de derivados mais eficiente, transparente e padronizado.

### **3. REGULAMENTO (UE) n° 648/2012**

No mesmo âmbito, por forma a garantir a eficiência, segurança e solidez dos mercados de derivados surge o REGULAMENTO (UE) n° 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais (CCP) e aos repositórios de transações.

Nos termos do ponto 10 do preâmbulo: “A ESMA deverá agir no âmbito do presente regulamento salvaguardando a estabilidade dos mercados financeiros em situações de

---

<sup>69</sup> Esta prática, quando permitida, possibilita o não reconhecimento contabilístico, no balanço das empresas, das respetivas formas de obtenção de fundos, bem como de responsabilidades adicionais que destas emergem (seja através do reconhecimento de passivos, seja através da oneração de ativos). O uso excessivo destas práticas pode deturpar as demonstrações financeiras da empresa, ocultando um eventual sobre-endividamento ao mercado. Exatamente porque estes mecanismos não se qualificam como obrigações ou responsabilidades *stricto sensu*, não necessitam de ser registadas contabilisticamente. Para uma análise em maior detalhe veja-se: <http://legalmca.com/2013/04/02/off-balance-sheet-financiamento-fora-do-balancopratica-legitima-ou-forma-de-ocultar-responsabilidades/>.

emergência, garantindo uma aplicação coerente das regras da União por parte das autoridades nacionais de supervisão e resolvendo diferendos entre estas autoridades. Tem também a seu cargo a redação de projetos de normas técnicas de regulamentação e de execução, assumindo um papel central na autorização e fiscalização das CCP e dos repositórios de transações.”

É assim evidenciado o papel da ESMA, nomeadamente na monitorização da atividade desenvolvida no seio do mercado de derivados, pois caso a ESMA identifique um produto derivado OTC como padronizado e adequado para compensação, mas verifique que não existe nenhuma CCP disponível para compensar esse produto, deverá investigar as razões desse facto.

Nesta sede, ao abrigo do ponto 11 do mencionado preâmbulo, também é atribuído ao Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) a função de assegurar a promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos. A este respeito, os membros do SEBC exercem a supervisão, assegurando a eficiência e a solidez dos sistemas de compensação e de pagamentos, nomeadamente das CCP. Os membros do SEBC são, deste modo, estreitamente associados aos processos de autorização e acompanhamento permanente das CCP.

Atente-se, no entanto, que este regulamento não prejudica as responsabilidades do Banco Central Europeu (BCE) e dos bancos centrais nacionais de assegurar a eficiência e a solidez dos sistemas de compensação e de pagamentos no interior da União e com países terceiros.

A fim de evitar a eventual criação de conjuntos de regras em paralelo, a ESMA e o SEBC deverão cooperar estreitamente na preparação dos projetos de normas técnicas relevantes. Além disso, o acesso a informações por parte do BCE e dos bancos centrais nacionais é crucial para o exercício das suas competências de supervisão dos sistemas de compensação e de pagamentos, bem como para o exercício das competências dos bancos centrais emissores.

Por último, estabelece a letra do art.º 16.º que, para serem autorizadas nos termos do artigo 14.º, as CCP devem dispor de um capital inicial permanente e disponível de, pelo menos, 7,5 milhões de EUR.

Este mecanismo que funciona como um *buffer* de liquidez é ainda reforçado pela exigência de capitais próprios suplementares às instituições de crédito (para além dos fundos próprios previstos no Regulamento (UE) n.º 575/2013 e na Diretiva 2013/36/UE), que reflitam os riscos de crédito e de liquidez resultantes da concessão de crédito intradiário, nomeadamente aos participantes num sistema de liquidação de valores mobiliários ou a outros utilizadores de serviços de centrais de valores mobiliários.<sup>70</sup>

Como é possível constatar, vários têm sido os esforços legislativos desenvolvidos, nos últimos anos, no sentido de tornar o mercado *over-the-counter* mais transparente e regulamentado, dotado de regras mais restritas no que concerne à concessão de crédito, fruto da minuciosa prudência financeira que urgiu após a culminar da crise financeira e que teve um impacto direto no mercado de transação de *CDS*.

---

<sup>70</sup> Ao abrigo do disposto no Art.º 54.º, n.º 3, alínea b) do Regulamento (UE) n.º 909/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de julho de 2014, relativo à melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia e às Centrais de Valores Mobiliários (CSDs) e que altera as Diretivas 98/26/CE e 2014/65/UE e o Regulamento (UE) n.º 236/2012.

## CAPÍTULO V

### ***CREDIT DEFAULT SWAPS: CONTEÚDO CONTRATUAL***

---

A respeito da regulamentação associada aos *CDS* impõe-se uma referência à *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), associação fundada em 1985.

Foi no seio da ISDA que foram criados e desenvolvidos os principais documentos contratuais utilizados na negociação de instrumentos financeiros derivados: em especial, o *ISDA Master Agreement* «MA» (documento *standard*, que contém os elementos e condições gerais, utilizado principalmente em duas versões principais, a primeira datada de 1992 e a segunda de 2002, que inclui ligeiras alterações à primeira) e os demais documentos que o integram: um anexo denominado de *Schedule* do qual constam as condições específicas; uma ou mais *Confirmations*, referentes às transações realizadas no âmbito do MA e do *Schedule* e eventualmente garantias, sejam estas autónomas ou no âmbito de um *Credit Support Annex*, que corresponde a um aditamento ao abrigo do qual são definidas as obrigações de periodicamente prestar garantias associadas às obrigações assumidas (neste âmbito, as designadas *collateral*), tipicamente através da transferência de ativos líquidos).<sup>71</sup>

No que aos *CDS* concerne, o primeiro passo foi dado em 1991, ano em que a ISDA desenvolveu a sua primeira *Letter Confirmation*, assente numa lógica de cláusulas contratuais gerais, que permitiu aos dealers transacionar *swaps* de crédito sob a égide de um documento que estabelecia os elementos específicos de uma transação, mediante um determinado número de alternativas disponíveis.<sup>72</sup>

Por seu turno, só em 1999 é que a ISDA publicou uma versão revista da documentação relativa aos *credit swap*, com o propósito de standardizar os termos quando apropriado e estabelecer um caminho alternativo à mesma no caso oposto.<sup>73</sup>

Atualmente, poder-se-á dizer que as transações que decorrem no seio do mercado de derivados creditícios são praticadas maioritariamente entre profissionais, a rondar uma média de \$25 a \$50 milhões de USD por transação. No entanto, estes investimentos

---

<sup>71</sup> Pedro Boullosa Gonzalez, “Interest Rate Swaps: Perspectiva Jurídica”, in “*Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*”, nº 44, 2013, p. 13.

<sup>72</sup> J.P. Morgan and The RiskMetrics Group, *The J.P. Morgan Guide to Credit Derivatives*, 1999.

<sup>73</sup> Nos termos do 1999 ISDA *Credit Derivatives Definitions*.

podem tomar proporções tais que podem mesmo chegar aos biliões de euros, o que vem a demonstrar, desde já, a enorme dimensão não só do mercado, como também dos agentes económicos nele envolvidos. Já no que respeita à duração do contrato, as maturidades tendem a rondar os cinco anos, que corresponde ao período temporal em que ativo é dotado de maior liquidez.

O crescimento do mercado de *CDS* foi (e tem sido) fomentado pelo desenvolvimento de um ambiente sólido de autorregulação, promovido pelas várias iniciativas da ISDA, formatadas para facilitar as operações de *back-office* e de gestão dos próprios contratos e, simultaneamente, reduzir as disputas legais.<sup>74</sup>

O MA foi então revisto em 2002. Desta revisão surgem alguns avanços no universo dos *CDS*. A salientar, o *Master Confirmation Agreement*, que corresponde a um documento desenvolvido e aprovado por um grupo de trabalho da ISDA, que se propõe a servir de confirmação pelas partes quando estas chegarem a um acordo, nos termos e limites da sua própria negociação.<sup>75</sup>

No seio desta reforma surge aquele que, em nossa opinião, corresponde ao maior avanço e lapidação levada a cabo pela segunda fase do MA: a compilação de um conjunto de definições e elementos comuns aos instrumentos derivados como: i) a entidade de referência; ii) o valor nominal; iii) a data de maturidade (seja esta condicionada por um evento de crédito ou pelo acordo entre as partes); iv) o prémio/cupão; v) o evento de crédito (e a obrigação de referência subjacente); vi) a forma de liquidação do contrato, entre diversos outros elementos essenciais a considerar.<sup>76</sup>

Qualquer alteração ou aditamento a este documento deve ser formulado no *Schedule*, sendo que, neste caso, ambos compõem o designado MA.

---

<sup>74</sup> O que se deve, em grande parte, à primeira formulação do ISDA *Master Agreement* (1992), que veio criar mecanismos de oponibilidade relativos às garantias e provisões a estabelecer entre as partes, funcionando como verdadeiras cláusulas de salvaguarda.

<sup>75</sup> Este documento representa o pináculo do compromisso levado a cabo pelos agentes da indústria em relação a cada produto financeiro específico. Para um estudo minucioso sobre esta matéria, vide: Guylaine Charles, *The ISDA Master Agreement – Part I: Architecture, Risks and Compliance*, 2012, p. 3.

<sup>76</sup> International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *The Credit Default Swap Market Report*, 2012, p.11.

## **1. O REFLEXO DA APLICAÇÃO DO ISDA *MASTER AGREEMENT* AOS *CDS***

Vários têm sido os esforços desenvolvidos pela ISDA nos últimos anos para aperfeiçoar a moldura regulatória aplicável à transação dos derivados de crédito (em geral) e dos *CDS* (em especial), razão pela qual surgiram, desde meados de 1999, vários diplomas que vieram contribuir para maximizar a prática regulamentada desta atividade e, simultaneamente, reduzir a quantidade de litígios dela emergentes.

Nesta sede, cabe chamar à colação o denominado *2014 ISDA Credit Derivatives Definitions*, documento que representa um novo paradigma relativo à contratação de *CDS*. Este corresponde a uma revisão feita ao seu antecessor *2013 ISDA Credit Derivatives Definitions*, que compila os princípios básicos aplicáveis à transação deste produto financeiro.

Em traços gerais, um grupo de trabalho do Comité responsável pela Direção de Crédito da ISDA (*«ISDA Credit Steering Committee»*) começou a desenvolver as revisões das definições relativas aos derivativos de crédito, em maio de 2012. Este trabalho resultou em várias propostas, todas elas revistas pelo Comité de Práticas de Mercado Aplicáveis aos Derivativos de Crédito (*«ISDA's Credit Derivatives Market Practice Committee»*), culminando na respetiva publicação das mesmas, em novembro de 2013, seguida de um período de revisão – de um mês - e comentários periódicos providenciados pelos vários agentes especializados de mercado.

Analiticamente, poder-se-á dizer que esta revisão visou delimitar o conteúdo de certos termos financeiros relevantes (*«Definitions»*), limar certas arestas que correspondiam a verdadeiras cláusulas em aberto - fortemente potenciadoras de disputas legais – e adicionar e alterar cláusulas vigentes, de acordo com as práticas exigidas pelos mercados.<sup>77</sup>

A salientar, a mencionada revisão introduziu o *bail-in* e outras ações governamentais sobre entidades de referência como um novo evento de crédito criando, neste seguimento,

---

<sup>77</sup> “(...) the 2014 Definitions provide the basic legal framework for certain credit derivatives transactions and, among other things, provide standard provisions that may not otherwise be specified by parties in a confirmation.” Dische, Isabel K.R., Fraser, Leigh R., *New Credit Default Swap Terms to Be Implemented in September*, 2014, p.1.

uma cláusula de entrega do produto da dívida recapitalizada ou uma obrigação de referência restruturada. Foi também delimitada a destrição entre a dívida de *CDS* sénior e subordinada.<sup>78</sup>

Quanto à esfera de aplicação temporal, a maior dúvida recaía no facto de saber se as alterações impostas pela revisão de 2014 aplicar-se-iam ou não às transações já existentes. Efetivamente, a primeira opção parece proceder, o que veio eliminar assim a barreira existente entre transações novas e existentes sob o escopo deste protocolo, pois os participantes do mercado, ao aderirem ao *Credit Derivatives Definitions*, concordam em alterar as provisões contratuais/definições emergentes à luz da nova revisão.<sup>79</sup>

No entanto, as alterações não são aplicáveis a transações relativas a certas entidades de referência, como por exemplo: entidades soberanas (Estados), algumas instituições financeiras e do setor empresarial – estando, todas elas, mencionadas no corpo deste diploma. Para estes casos, como a pedra basilar da aplicação da lei no tempo dita que a lei só dispõe para o futuro – no ordenamento jurídico português, este princípio é incorporado da letra do Art.º 12.º, nº 1 do Cód. Civil – o Protocolo entrou em vigor apenas no dia 22 de setembro do ano em causa para todas as novas transações de *CDS*.

Cabe-nos, neste ponto, abordar as grandes implementações levadas a cabo por este Protocolo.

### **1.1. *Asset Package Delivery***

A respeito das transações nas quais a entidade de referência é um Estado soberano (fora da jurisdição dos EUA), no seguimento das dificuldades verificadas aquando da crise da dívida soberana Grega<sup>80</sup>, as Definições de 2014 vieram criar a possibilidade de liquidar, fisicamente, um evento de crédito (derivado, a título de exemplo, de uma reestruturação de dívida ou de uma intervenção estatal) através da entrega de ativos cujo subjacente corresponde a dívida pública, na forma de obrigações, de modo a evitar situações em que os títulos de dívida entregues pelo emissor não são convertíveis.

---

<sup>78</sup> ISDA, ISDA Publishes ISDA 2014 Credit Derivatives Definitions, News Release, 2014, p. 1.

<sup>79</sup> Note-se, todavia, que esta eficácia não é automática. As alterações daqui emergentes estão sujeitas ao consentimento das partes contratantes, mediante a subscrição do novo Protocolo.

<sup>80</sup> Em que, aquando da reestruturação da dívida, alguns dos ativos emitidos pelo Estado Grego em troca de antigos títulos não correspondiam a verdadeiras «*deliverable obligations*», leia-se: obrigações soberanas convertíveis.

Trata-se, no fundo, de aceitar a conversão dessa mesma dívida num pacote de ativos pré-definidos – os designados «*Package Observable Bonds*»<sup>81</sup> - que podem ser usados para a respetiva liquidação e estão publicados no website da ISDA, sendo este um requisito obrigatório. Esta provisão vem atribuir uma certa segurança jurídica ao *protection seller* que vê, desta forma, o seu crédito satisfeito, através de um conglomerado de ativos (nomeadamente *non cash*) correspondentes.

### **1.2. *Standard Reference Obligation***

As definições de 2014 vieram introduzir ainda o conceito de obrigação de referência padrão, doravante designada de «SRO». Desta inovação decorre que, a partir de 2014, deixou de ser necessário especificar qual a obrigação de referência associada a um *CDS* (por exemplo, dívida subordinada) quando a entidade de referência associada ao contrato de *CDS* corresponde a uma das mais comercializadas neste mercado.

A justificação para esta alteração prende-se com o objetivo de aumentar a fungibilidade e a liquidez dos contratos de *CDS*, fomentando, neste sentido, uma maior eficiência no desempenho das câmaras de compensação destinadas a esse propósito.

Neste sentido, a ISDA publicou, igualmente, uma lista das obrigações de referência padrão para cada entidade com maior relevância, bem como o nível de senioridade associado. Note-se, no entanto, que as partes podem optar por não subscrever uma obrigação de referência padrão, especificando aquela que deverá estar subjacente ao contrato.<sup>82</sup>

### **1.3. *Successor Provisions***

No que respeita à definição das partes envolvidas num *CDS*, poder-se-á afirmar que a presente cláusula representa um avanço colossal no procedimento vigente.

À luz das Definições de 2003, para determinar um sucessor de uma entidade de referência<sup>83</sup>, com base na percentagem de obrigações relevantes assumidas por uma outra

---

<sup>81</sup> Carlos Alvarez, *et al.*, *Discussing the Trends - The New 2014 ISDA Credit Derivatives Definitions*, 2014, p. 2.

<sup>82</sup> ISDA, *Best Practices for Single-name Credit Default Swap Confirmations Regarding Reference Obligation or Standard Reference Obligation*, 2014, p.1.

<sup>83</sup> Nos termos da noção anteriormente vigente, não muito diferente daquela que vigora nos dias de hoje: “Successor means a direct or indirect successor to a reference entity that assumes all or substantially all of the obligations thereof by way of merger, consolidation, amalgamation, transfer of assets or liabilities, spin-off or otherwise whether by operation of law or pursuant to any agreement as determined by the calculation agent of the consultation with the parties.”



(designadamente, através da transferência de passivos), a identificação e notificação de tal evento – designado de evento de sucessão - consubstanciava-se como um pré-requisito de validade num contrato de *CDS*, para que uma entidade de referência pudesse ser substituída.<sup>84</sup>

No entanto, cedo se verificou que tal exigência originava uma quantidade substancial de incerteza no mercado. A acrescentar a este facto foi possível constatar certos constrangimentos quando uma entidade transferia as suas dívidas faseadamente e, como resultado, nenhuma entidade atingia as percentagens mínimas para ser identificada como entidade sucessora.

Evidenciada esta brecha, de acordo com a nova cláusula do Sucessor Universal, deixa de existir o requisito de publicitação do evento de sucessão, no caso de uma entidade vir a assumir as obrigações (ou, pelo menos, uma obrigação relevante) de uma entidade de referência<sup>85</sup>, o que veio simplificar em larga escala o processo. Para além disso, à luz do adotado Plano de Etapas (*«Step Plans»*), todas as transferências individuais de dívidas que ocorrem como parte de um plano de transferência específico e pré-determinado são agregadas para fins de cálculo dos limites percentuais aplicáveis de transferência de dívida.<sup>86</sup>

No que concerne às disposições relativas às transferências de dívida para sucessivas entidades de referência, a revisão deste Protocolo também deixou a sua marca. Na eventualidade das dívidas sénior e subordinadas serem transferidas para diferentes entidades sucessoras, a análise da transferência que recai sobre cada uma é feita separadamente.

Apelando ao sentido crítico desta análise, parece-nos que as circunstâncias sobre as quais as partes fundaram a sua vontade de contratar podem, com isto, alterar-se. Veja-se, pois, que a identificação da entidade de referência corresponde a um elemento essencial do contrato e a respetiva modificação sem qualquer notificação à contraparte poderá trazer certas vicissitudes, nomeadamente, uma possível alteração na qualidade creditícia associada ao ativo subjacente (o que é especialmente comum quando pensamos na grande

---

<sup>84</sup> Essa notificação teria de ser feita ao Comité de Determinação de Derivativos de Crédito da ISDA (*«ISDA Credit Derivatives Determinations Committee»*) ou à contraparte do contrato de *CDS* dentro de um prazo de 90 dias a contar do “evento de sucessão”.

<sup>85</sup> Até porque, na grande maioria das vezes, a entidade de referência cessou a sua atividade, encontra-se em processo de dissolução, ou foi fundida, adquirida ou absorvida pela sua sucessora.

<sup>86</sup> Macfarlanes LLP, *Implementation of The New 2014 ISDA Credit Derivative Definitions*, 2014, p.3.

volatilidade associada aos mercados financeiros e aos indiciadores que se lhes encontram inerentes).

Por seu turno, a modificação da qualidade creditícia associada ao ativo comportará, consequentemente, alterações às taxas de juro, aos prémios associados e a outras variáveis, razão pela qual defendemos a tese de que esta cláusula merece um estudo mais alargado, no sentido de fazer face às possíveis disputas que dela podem culminar.

#### **1.4. *Qualifying Guarantees***

O *2014 ISDA Credit Derivatives Definitions* veio expandir o escopo das garantias apostas às obrigações assumidas pelas partes, mais vincadamente, do ponto de vista do *protection buyer* – em função da respetiva entidade de referência.<sup>87</sup>

Assim, a inclusão de uma cláusula de liberação relacionada com a transferência de uma garantia ou dos ativos e passivos de um determinado fiador ou até o estabelecimento de um limite da responsabilidade do mesmo não alteram a natureza de garantia qualificada providenciada pelo mesmo.

Transpondo a definição levada a cabo pelo grupo Credit Suisse, uma garantia qualificada corresponde a um acordo escrito mediante o qual uma entidade de referência se compromete, irrevogavelmente, a cumprir com o pagamento de todas as quantias por esta assumidas, nos termos de uma obrigação assumida por uma outra parte que é devedora num outro contrato, como é o caso dos *CDS*.

É ainda condição de validade destas garantias a exclusão de todo e qualquer acordo que:

- a) Atribua a estas garantias a natureza de fiança, seguro de garantia financeira, carta de crédito ou acordo legal equivalente;
- b) Limite ou reduza a obrigação de pagamento subjacente, ou que implique uma alteração da mesma por virtude de um evento de crédito (daí que seja, de facto, uma garantia mais forte do que as comuns).

---

<sup>87</sup> David Benton, Shruti Ajitsaria, *The New 2014 ISDA Credit Derivatives Definitions*, 2014, p. 3.

## **2. ELEMENTOS/CLÁUSULAS CONTRATUAIS**

Com especial enfoque para os single-name *CDS*, o ISDA MA juntamente com o *Credit Support Annex* («CSA») constituem a documentação exigível para subscrever um contrato de *CDS*. Os termos económicos relevantes nesta sede encontram-se então neles especificados.

Configuram-se, assim, como elementos necessários: a) a entidade de referência; b) a maturidade do contrato («*tenor*»); c) os pagamentos a realizar por parte *protection buyer* ao *protection seller*, bem como a respetiva periodicidade; d) os eventos de crédito; e) o método de liquidação e as condições que os títulos devem ter para preencher os requisitos de liquidação física após um evento de crédito. Dir-se-á que estas cláusulas correspondem ao conteúdo informativo mínimo exigível a verificar num contrato de *CDS*. Atente-se, de seguida, aos seus detalhes:

### **2.1. Entidade de Referência**

Um importante fator diferenciador quando se aborda o tema dos *CDS* diz respeito à tipologia da entidade de referência subjacente ao contrato. Pelas mais variadas razões, é essencial determinar os elementos essenciais ao risco de crédito que está a ser transferido, na medida em que, o montante de nocional derivado do contrato baseia-se não só no tipo de entidade, mas também no risco associado à mesma.

Desta forma, subjacente a um contrato de *CDS* existem diferentes riscos de crédito associados aos títulos emitidos, quer por bancos, empresas do setor corporativo, quer por autoridades nacionais e locais<sup>88</sup> (aqui, do ponto de vista soberano).

Os valores a entregar poderão ser – e na maioria das situações serão – valores mobiliários representativos de dívida emitidos por estas entidades de referência, por exemplo, obrigações que a entidade de referência emitiu (*credit linked notes*) e que o emitente subscreveu e relativamente às quais procurou – posterior ou concomitantemente – proteger-se em termos de risco de crédito. Poderão também ser outras obrigações – que não a dívida de referência – emitidas pelas entidades de referência.<sup>89</sup> Na ocorrência de um evento de crédito, o vendedor de proteção é obrigado a adquirir a obrigação de

---

<sup>88</sup> Como é o caso das *State-Owned Enterprises* (“SOEs”).

<sup>89</sup> Sofia Leite Borges, *et al.*, “Derivados De Crédito Algumas Notas Sobre O Regime Dos Valores Mobiliários Condicionados Por Eventos De Crédito”, in “*Cadernos Do Mercado De Valores Mobiliários*”, nº 15, p. 26.

referência ao seu valor nominal (*vide* o gráfico 3, que reflete a distribuição das diversas categorias de entidades de referência).

## **2.2. As Partes**

Considerando a estrutura triangular vigente nos *CDS*, dir-se-á que existe uma relação direta entre a entidade de referência e o comprador de proteção e indireta face ao vendedor da mesma. Ou, de acordo com um outro prisma, direta entre o comprador e vendedor de proteção e indireta entre este último e a entidade de referência (gráfico 4 dos anexos). Torna-se, por isso, relevante estabelecer os direitos e deveres decorrentes deste contrato.

Por um lado, o *protection buyer* tem como obrigação efetuar pagamentos periódicos ao vendedor de proteção até à data de maturidade do contrato ou até ao momento em que ocorrer um evento de crédito, consoante aquele se verificar primeiro. Este pagamento periódico é designado por prémio do *CDS* ou por *CDS spread* e é pago trimestral ou semestralmente e corresponde, geralmente, a um número de *basis points* multiplicado pelo montante nocional do contrato. O prémio do *CDS* também pode, em alternativa, ser pago antecipadamente.

Por seu turno, o *protection seller*, como contrapartida dos prémios recebidos, compromete-se, no momento em que ocorrer um evento de crédito, a pagar, ao comprador de proteção, a diferença entre o montante principal estabelecido no contrato e o valor de mercado da obrigação de referência nessa data. No caso de não ocorrer um evento de crédito, o vendedor não tem de efetuar qualquer pagamento.

Atendendo ao facto de que o comprador de proteção vende o risco de crédito, este assume uma posição curta no risco e longa no *CDS*. Contrariamente, o vendedor de proteção compra o risco de crédito, assumindo uma posição longa no risco e curta no *CDS*.

## **2.3. Maturidade**

A maturidade associada a um contrato de *CDS* reflete a última data em que a proteção de crédito que abrange o comprador de proteção está em vigor (e enquanto todos os encargos da dívida subjacente estão a ser satisfeitos: leia-se, reembolsos de capital e pagamento periódico de juros). Note-se, no entanto, que o vencimento de um *CDS* não depende, necessariamente, do vencimento associado aos títulos emitidos pela entidade de referência no entanto, ambas as datas coincidem normalmente, tendo em conta que

estamos a abordar dois contratos que se encontram interligados, não obstante a autonomia existente entre ambos.<sup>90</sup>

Nas palavras de Augustin (2014):” A característica mais atrativa dos *CDS* reside na maturidade constante”<sup>91</sup>, na medida em que a cada momento é possível comprar um *CDS* com a maturidade que foi definida em diferidos momentos temporais<sup>92</sup>. Neste sentido, o prazo de um contrato de *CDS* é determinado por referência a um período temporal que decorre entre a data de negociação inicial até ao vencimento do mesmo (atente-se ao gráfico 5).

#### **2.4. Cupão**

O cupão consubstancia-se, igualmente, num elemento obrigatório do contrato de *CDS* e corresponde ao prémio que é pago pelo comprador de proteção, também designado de *spread*.

Este é definido em percentagem do valor nominal (*notional value*) do instrumento de referência, cotado em pontos base (bp), pelo que o seu valor anual é, regra geral, fracionado em pagamentos trimestrais, que com base em determinados pressupostos, deverão corresponder à diferença entre a taxa de juro obtida com o ativo subjacente e a taxa de juro isenta de risco, ou seja, o *bond spread*.<sup>93</sup>

Poder-se-á sumarizar então as duas categorias de pagamentos requeridos num *CDS*: a primeira, que diz respeito ao prémio e a segunda, que se refere à compensação. O prémio reconduz-se à soma de todos os pagamentos periódicos do *spread* por parte do comprador do contrato, para que o *protection seller* assuma o risco de crédito. A compensação, tal como a designação o induz, corresponde ao pagamento da compensação que será efetuado pelo vendedor do contrato, caso se verifique um evento de crédito.

#### **2.5. Evento de Crédito**

O evento de crédito é, nada mais nada menos, do que o acontecimento que se tem que verificar para que seja exigida a obrigação do vendedor de proteção em compensar o

---

<sup>90</sup> Christopher L. Culp, *et al.*, *Single-name Credit default swaps: A Review of the Empirical Academic Literature*, 2016, p. 15.

<sup>91</sup> Patrick Augustin, *Sovereign Credit Default Swap Premia*, 2014, p. 5.

<sup>92</sup> João Novais, *op cit.*, 2014, p. 45.

<sup>93</sup> Frank Packer, *et al.*, *Sovereign Credit default swaps*, 2003, p.80.

comprador da mesma pela perda sofrida.<sup>94</sup> Esse acontecimento consiste, regra geral, na ocorrência – e eventualmente, na divulgação pública – de um determinado facto relativo a uma entidade ou conjunto de entidades, facto esse que afetará de forma adversa a capacidade de cumprir daquela entidade ou entidades.

Normalmente, o contexto associado a um evento de crédito diz respeito à circunstância associada ao incumprimento das obrigações de referência. No entanto, não é nesta eventualidade que se esgota o elenco de eventos que desencadeiam a liquidação do contrato, sendo que este quadro tem vindo a sofrer várias alterações ao longo dos anos, como veremos de seguida.<sup>95</sup>

O clausulado correspondente aos diferentes cenários que desencadeiam um evento de crédito (e o processo para apurar a sua determinação quando este ocorre) encontra-se tipificado no *ISDA's Credit Derivatives Definitions* (as “Definições”).

Em resposta aos vários obstáculos encontrados na qualificação dos eventos de crédito vivenciado por certas entidades de referência no pináculo da crise do mercado creditício, a ISDA (em coordenação com os diversos intervenientes de mercado), desenvolveu diversas revisões significativas neste domínio.

#### • As Definições de 1999 e 2003<sup>96</sup>

Inicialmente, aquando das primeiras formulações levadas a cabo pela ISDA no seio da regulamentação da atividade associada aos derivados financeiros, as situações que se configuravam como «*credit events triggers*» correspondiam às seguintes: a) falência da entidade de referência;<sup>97</sup> b) adiantamento de obrigações; c) falha no pagamento;<sup>98</sup> c) Repudição<sup>99</sup>; e, por último d) reestruturação.<sup>100</sup>

---

<sup>94</sup> Cláudia Pereira Correia, *op. cit.*, 2010, p. 27.

<sup>95</sup> SOFIA Leite Borges *et al.*, *op. cit.*, 2002, p. 115.

<sup>96</sup> Christopher L. Culp, *et al.*, *Single-name Credit default swaps: A Review of the Empirical Academic Literature*, p.34.

<sup>97</sup> Podendo ainda a abertura de um procedimento administrativo ou judicial destinado à respetiva declaração de insolvência desencadear o acionamento do evento de crédito.

<sup>98</sup> Aqui, configura-se a situação em que a entidade de referência falha o pagamento de uma ou mais obrigações aquando da data de vencimento.

<sup>99</sup> Aqui, a entidade de referência (ou uma autoridade governamental) contesta ou rejeita a validade de uma ou mais obrigações, por virtude da verificação de um evento de reestruturação ou não pagamento vivenciado pela primeira, eximindo-se esta de cumprir com todas ou algumas outras obrigações previamente assumidas ou, em alternativa, assume não respeitar o prazo acordado para o cumprimento das mesmas.

<sup>100</sup> Elenca a situação segundo a qual a entidade de referência reestrutura uma ou mais obrigações (inclusivamente, através da transferência obrigatória de valores mobiliários, obrigações ou ativos, como

Por seu turno, na revisão de 2003 a diferença fez-se sentir sobretudo ao nível dos *single-name CDS*, mediante a qual os eventos de reestruturação apresentaram aos participantes do mercado alguns desafios significativos ao longo dos anos.

Esses desafios envolveram tanto a redefinição do conceito de reestruturação associado a um evento de crédito (questão particularmente relevante quando nos referidos aos *CDS* de dívida soberana), como o apuramento das obrigações a serem entregues após a liquidação física dos *CDS* seguidos de um evento dessa tipologia (aqui, com especial enfoque para as entidades de referência do setor corporativo).

#### • O Protocolo “*Big Bang*”

Não obstante as definições de 1999 e a revisão de 2003 terem contribuído significativamente para o avanço da regulamentação de *CDS*, atribuindo mais certeza e segurança jurídicas na transação deste produto financeiro complexo, poder-se-á dizer que as grandes alterações foram introduzidas em 2009, com o designado «*Big Bang Protocol*».

Primeiramente, foram introduzidas especificidades legislativas em relação ao cálculo do prémio pago pela proteção de um *CDS*, no entanto, a alteração de maior relevo respeita à criação de um comité de determinação dos eventos de crédito<sup>101</sup>. Apesar destes serem acordados entre as partes contratantes de um *single-name CDS* e de existirem tipos principais de eventos de crédito elencados nas minutas contratuais do MA, este Comité propõe-se a prestar esclarecimentos relativamente aos casos em que existe uma área cinzenta quanto à verificação de um evento de crédito – v.g., mais comumente, no caso de reestruturação da dívida, que é o que revela maiores controvérsias.

Neste seguimento, em abril de 2009 mais de 2000 participantes do mercado aderiram ao *Big Bang Protocol*, dando o seu aval para que, ao invés de serem as partes a definir aqueles que devem ser os eventos de crédito, tal papel passará a ser assumido pelo Comité geograficamente encarregue. Tal não significa, no entanto, que os DC não possam

---

resultado de qualquer fator que culminem, direta ou indiretamente, numa deterioração da qualidade de crédito da entidade de referência).

<sup>101</sup> Este Comité da ISDA é constituído por dez dealers (na sua assunção de intermediários financeiros) com direito de voto, cinco membros (não dealers) também com direito de voto e até três membros meramente consultivos. Os dealers são eleitos tendo por base o volume total de *CDS* transacionados correspondentes ao ano anterior, ao passo que os outros agentes eleitos (não intermediários) são selecionados aleatoriamente, desde que representem o lado da venda («*buy-side*») e a respetiva atividade associada à transação de *CDS* respeite um mínimo exigível.

recorrer aos intervenientes no mercado por forma a determinar se um evento de crédito ocorreu ou não em relação a uma determinada entidade de referência.<sup>102</sup>

Em terceiro lugar, este protocolo veio criar um novo método de liquidação do contrato verificado um evento de crédito – o “*Auction Settlement*” – que concerne à liquidação por leilão. Este tornou-se no método, por defeito, a acionar para os *single-name CDS*. Também nesta sede o Comité tem uma palavra a dizer, na medida em que, estes são chamados a intervir para decidirem se este método é ou não adequado para liquidar uma determinada obrigação derivada de um evento de crédito e, bem assim, determinar qual as obrigações suscetíveis de serem entregues em virtude desse acontecimento.

A última grande componente deste Protocolo vem ainda fazer face a um problema que dizia respeito à definição do início da proteção concebida e ao apuramento das responsabilidades emergentes entre as partes. Surge, neste âmbito, a designada «*look-back provision*».

Na lógica da triangularidade de que as partes envolvidas num *CDS* são alvo, a assunção do risco por parte de cada uma delas é perspectivada de formas antagónicas. Ao passo que o PB se encontra protegido contra o risco de incumprimento da entidade de referência a partir do momento em que celebra o contrato, a posição do vendedor de proteção fez correr muita tinta.

Como é sabido, as entidades vendedoras de proteção recorrem, na grande maioria das vezes, ao resseguro sobre o risco de incumprimento que está a ser protegido. Pelo facto de a sua atividade económica passar pela cobertura em massa destes créditos que envolvem montantes avultados, claro está que tal prática exige a adoção de práticas e mecanismos que limitem, total ou parcialmente, a sua responsabilidade em caso de *default*.

À luz das regras em vigor em 2003, a proteção contra um evento de crédito só se tornava eficaz (e, portanto, produziria validamente os respetivos efeitos jurídicos), no dia seguinte à celebração do contrato ( $T + 1$ ).<sup>103</sup>

Ora, à luz deste quadro legal, se uma determinada entidade decidisse entrar num contrato como vendedora de proteção – entidade A - por exemplo no dia 15 de agosto e, passada

---

<sup>102</sup> Christopher L. Culp, *et al.*, *op. cit.*, p.36.

<sup>103</sup> Carlos Alvarez, *et al.*, *op cit.*, p. 2.



uma semana, dia 22 de agosto, transferisse esse risco para uma outra entidade – B - configurando-se então como compradora de proteção num outro contacto no qual o comprador de proteção originário é alheio, a sua posição só estaria coberta no dia 23 de agosto (a denominada *effective date*). Se entre essa data ocorresse algum evento de crédito, a entidade A é que teria de suportar o *payout* associado ao incumprimento da entidade de referência perante o comprador de proteção originário.

Previsivelmente, esta prática desvirtualizava, em grande medida, o propósito de *hedging* deste tipo de contratos derivados e, além disso, esta condição fez emergir infundáveis litígios entre as partes, razão pela qual ficou estabelecido, com o protocolo de *Big Bang*, que o risco de crédito se encontra coberto em T-60.<sup>104</sup> Isto significa que os intervenientes deste mercado passam a dispor de sessenta dias de “*look-back*”, período máximo de tempo contado da celebração do contrato para trás, mediante o qual se encontra abrangido todo e qualquer evento de crédito que ocorra nesse prazo e da responsabilidade do vendedor de proteção subsequente.

#### • As Definições de 2014

A 21 de fevereiro de 2014, a ISDA publicou a última revisão feita às definições dos derivados de crédito. Estas novas definições vieram trazer uma alteração substancial aos trabalhos feitos em 2003, revistos em 2009. Deste novo projeto urge salientar a inclusão da intervenção estatal sob uma determinada entidade de referência como um evento de crédito.

Este evento que dá lugar ao princípio do processo de liquidação considera-se ocorrido quando um anúncio ou uma ação de uma autoridade governamental resulta em qualquer uma das seguintes situações, verificadas cumulativamente com o incumprimento do crédito subjacente:<sup>105</sup>

- Alterações nos direitos dos credores: Por um lado, através da redução do capital mutuado ou dos juros a receber, por virtude de um possível resgate ou até de um diferimento ou adiamento no pagamento dos mesmos. Assumindo uma outra perspetiva, esta alteração na posição do credor pode consubstanciar-se numa modificação da natureza de uma obrigação, designadamente, no que respeita à sua prioridade (passando, a título

---

<sup>104</sup> Christopher L. Culp, *et al.*, *op. cit.*, p. 22.

<sup>105</sup> Christopher L. Culp, *et al.*, *op. cit.*, p.26.

de exemplo, de sénior para subordinada), o que pode significar um aumento do risco relacionado com a sua satisfação ou ressarcimento;

- Expropriação: referente a qualquer evento que altere, impreterivelmente, o beneficiário de uma obrigação;
- Cancelamento, conversão ou troca obrigatória de títulos de dívida;
- Qualquer evento análogo aos anteriores que culmine no mesmo efeito.

À luz das Definições de 2003 existia alguma incerteza sobre se certas ações levadas a cabo pelo governo, nomeadamente a exigência de um *bail-in* forçado (por exemplo, através de uma expropriação ou extinção dos ativos de uma empresa)<sup>106</sup> deveriam ser configuradas ou não como um evento de crédito, na sua figura da reestruturação, fazendo desencadear o processo de liquidação de um contrato de *CDS*.<sup>107</sup>

De acordo com este cenário ficou evidenciada a necessidade de atribuir um tratamento jurídico à intervenção estatal numa entidade de referência, ambiguidade esta que ficou solucionada com a criação deste novo evento de crédito.

Após este quadro de alterações e aperfeiçoamentos levados a cabo pela ISDA ao nível dos eventos de crédito temos, como moldura final, os seguintes:

- a) Insolvência;
- b) Vencimento antecipado da obrigação («*obligation acceleration*»);
- c) Incumprimento no pagamento do crédito subjacente;
- d) Incumprimento ou mora em relação à respetiva obrigação («*obligation default*»);
- e) Falha no pagamento («*failure to pay*»): aqui, o que está em causa é a falha do pagamento de uma ou mais obrigações da entidade de referência;

---

<sup>106</sup> Tal como aconteceu com a nacionalização do SNS Reaal Bank (2012), decretada pelo ministro das finanças holandês, da qual resultou a expropriação sobre os títulos de dívida subordinada do banco, o que fez desencadear a liquidação de todos os *CDS* nos quais esta instituição era parte (independentemente da natureza sénior ou subordinada da dívida associada aos mesmos). À luz das Definições de 2014, tal projeção seria improcedente para os *CDS* referentes a dívida sénior – e o pagamento da proteção seria unicamente acionado para os *CDS* referentes a dívida subordinada – caso, as partes subscrevessem o *Financial Reference Entity Terms*, por virtude da diferença de tratamento associada à natureza da dívida subjacente, inovação essa que foi conseguida com esta última revisão das Definições.

A CD determinou que o valor final dos *CDS* levados a cabo pelo SNS Reaal seria determinado pela sua liquidação em leilão, a um preço final do leilão que incluísse apenas obrigações seniores (uma vez que a dívida subordinada havia já sido expropriada), não obstante estas não terem sido alvo de expropriação pelo governo em primeira mão. Para uma visão mais abrangente sobre o caso, leia-se: <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/wp/esrbwp7.en.pdf>.

<sup>107</sup> Christopher L. Culp, *op cit.*, p.27.

- f) Repúdio (*«Repudiation/Moratorium»*);
- g) Restruturação (*«Restructuring»*): situações em que os termos associados à obrigação são modificados, tornando-se menos favoráveis para os respetivos beneficiários. Os exemplos mais típicos correspondem à redução no valor do capital, uma diminuição de juros devidos, um adiamento do pagamento, ou qualquer outra eventualidade análoga. Note-se, todavia, que não se considera verificado o evento de restruturação que aciona a proteção no contrato quando ocorra algum os exemplos acima mencionados;
- h) Ação governamental.

Uma vez mais impera salientar que esta lista é meramente exemplificativa, na medida em que as partes são livres de designar, no âmbito da sua autonomia privada e poder de negociação, outros eventos que possam acionar a liquidação do ativo financeiro, bem como limitar aqueles previamente designados.

### 3. DOS MÉTODOS DE LIQUIDAÇÃO

Tal como já referido, de acordo com a lógica do contrato *CDS*, caso se verifique um evento de crédito, o vendedor do contrato terá que pagar uma compensação ao comprador do mesmo. Esta pode assumir três formas: liquidação física, financeira ou por leilão.

#### 3.1. *Physical Settlement*

A liquidação assume a forma de uma liquidação física quando o contrato cessa com a entrega do título de dívida<sup>108</sup> referenciado pelo contrato ao comprador de proteção - que sofreu pelo menos um *downgrade* no seu valor - e o pagamento por parte deste ao vendedor do preço previamente acordado (normalmente, o valor nominal da obrigação). Ocorrido o evento de crédito, e feita a transação entre os títulos de dívida e a compensação, o contrato extingue-se e considera-se cumprido, livre de vicissitudes.

Aqui, o comprador de proteção que detinha inicialmente o ativo subjacente recebe exatamente o valor (ao par) dessa obrigação assumindo, claro, que esse montante bate certo com o nocional do *CDS*. Nesta eventualidade, o *protection buyer* não beneficia de qualquer melhoria na *recovery rate expected*, nem sofre qualquer perda no caso de esta diminuir ao longo do tempo, uma vez que o risco foi assumido pelo *protection seller*.<sup>109</sup>

Se o comprador de proteção detiver o título de dívida em caso de uma situação de insolvência da entidade de referência, afiguram-se dois cenários possíveis aquando da distribuição dos dividendos da mesma: a) o vendedor pode concorrer com outros credores e assim a *recovery rate* (taxa de recuperação) até é maior do que se pensava, recuperando a totalidade do valor do título, pelo que sai, assim, beneficiado com a liquidação física ou b) a *recovery rate* fica abaixo daquela que foi inicialmente prevista (no caso de o *protection seller* não conseguir recuperar, total ou parcialmente, o título de dívida pela inexistência de ativos suficientes a distribuir pela entidade de referência)– nesta situação, o vendedor de proteção perde com o recurso a este método de compensação.

Ao passo que em 2005, 73% dos contratos de *CDS* eram liquidados por *physical settlement*<sup>110</sup>, o seu crescente uso como instrumento de *trading*, utilizados em grande parte

---

<sup>108</sup> Normalmente na forma de obrigações, títulos de dívida pública, MBS ou títulos participativos de uma CDO.

<sup>109</sup> Tiago Freitas e Costa, *op cit.*, p. 34.

<sup>110</sup> João Novais, *op cit.*, 2014, p. 26.

como ferramenta de especulação, possibilitou que o volume de *CDS* transacionado ultrapassasse o valor total de obrigações<sup>111</sup>, o que veio contribuir para o crescente desuso deste método em função da liquidação financeira que não exige a entrega do título de dívida.<sup>112</sup>

### **3.2. Cash Settlement**

A outra alternativa à liquidação física é a liquidação financeira - *cash settlement* -, na qual o vendedor de proteção paga apenas a diferença entre o valor nominal da obrigação e a sua *recovery rate*<sup>113</sup>, que corresponde ao valor pelo qual o detentor da obrigação a poderá vender no mercado após o incumprimento<sup>114</sup>, expresso em percentagem do valor nominal.

A particularidade a ter aqui em conta diz respeito ao facto de que, recorrendo a este método de liquidação, o PB não se encontra vinculado à entrega do título (como acontece na liquidação física) e, como em baixo veremos, por virtude do *default*, este pode retirar um benefício através do exercício da sua posição.

Considerando o facto de que a taxa de reembolso se baseia, geralmente, no valor de mercado do ativo, imagine-se que uma obrigação da empresa AB foi adquirida a um *face*

---

<sup>111</sup> Os problemas nesta sede começam assim que os participantes do mercado adotam uma posição curta (tentando beneficiar de uma descida do preço do ativo subjacente, a título de exemplo) em simultâneo com um método de liquidação física, prática conhecida como “*naked short*”. Os *traders*, aqui, terão de recorrer ao mercado secundário para adquirir o ativo de modo a entrega-lo ao vendedor de proteção. É aqui que o panorama piora, designadamente, ao atendermos à possibilidade de os verdadeiros detentores do ativo exercerem os seus direitos enquanto proprietários do mesmo (nomeadamente vendendo-o a outro agente por um preço superior ao par).

Como consequência pelo aumento da procura deste ativo no mercado, a forma expectável deste reagir é através do aumento do preço do mesmo (por virtude das regras da oferta e da procura) o que, em conclusão, influenciando não só o preço do ativo subjacente (não com base no seu valor real mas somente com base nas regras de mercado), como também da taxa de recuperação/reembolso prevista, criando certas esquizofrenias nos mercados.

<sup>112</sup> De modo a ilustrar esta realidade, veja-se o exemplo da Delphi Corp (“Delphi”). Quando esta empresa declarou insolvência em 2005 tinha cerca de \$5.2 biliões em valor par de obrigações e créditos concedidos, mas tinha uma estimativa de \$28 biliões de *CDS single-name* associados. Desde a semana anterior à declaração de insolvência até à semana a seguir à mesma, o volume de transações semanais aumentou de cerca de \$1.5 biliões de dólares para mais de \$3 biliões, sendo que em percentagem registou um crescimento de 75% para mais de 150% por referência à semana anterior. O mercado secundário associado às obrigações da Delphi após a declaração de insolvência disparou, muito devido à aquisição dos títulos de dívida por parte dos *hedgers* que pretendiam unicamente tirar uma vantagem económica deste evento.

<sup>113</sup> A *recovery rate* reflete a percentagem da dívida da entidade de referência que é expectável recuperar (relevante, nesta sede, para o apuramento dos pagamentos subsequentes ao comprador de proteção por virtude do incumprimento). Previsivelmente, a taxa de reembolso só é determinada após o evento de crédito (por vezes, anos mais tarde).

<sup>114</sup> Traduzindo-se, assim, na subtração do valor atual dos títulos de dívida (apurado com base em indicadores económicos objetivos como o rating do crédito, por exemplo) ao valor que tinham na altura em que o *CDS* foi celebrado.

*value* de €1M (um milhão de euros) e, bem assim, foi celebrado um contrato de *CDS* sobre esse título de dívida entre o detentor da mesma (configurando-se, aqui, como comprador de proteção) e o banco C (vendedor de proteção).

Suponha-se que a taxa de reembolso apresentada pelo mercado ao tempo da liquidação do contrato é de 40%. Nesta eventualidade, o banco C terá de efetuar um pagamento de €600k ao comprador de proteção (i.e., o valor par de €1M menos o valor da *recovery rate*, que equivale a €400k). Se neste caso o tribunal responsável por decretar a insolvência da empresa AB (entidade de referência) determinar ainda a distribuição de capitais próprios pelos credores obrigacionistas, o detentor do título de dívida ainda pode vir a receber parte do valor do mesmo por virtude do vínculo real existente. Se admitirmos, a título exemplificativo, que 50% do valor da obrigação é recuperável, então o comprador de proteção sai a ganhar com a ocorrência do evento de crédito, na medida em que recebe os €600k por virtude da celebração do *CDS* e mais €500k da entidade devedora, o que resulta num ganho de €1,1M, mais do que o valor inicialmente investido.

Inversamente, esta atividade tipicamente arriscada também pode culminar numa perda. Se pensarmos na hipótese de o valor recuperado junto do administrador de insolvência ser inferior a 40% - por exemplo, apenas de 30% - tal significa dizer que o comprador de proteção, ainda que por virtude de dois contratos autónomos, não foi compensado pelas suas perdas. Atente-se que aqui este vai receber €600k pela proteção concedida e apenas mais €300k fruto do vínculo principal, o que corresponde a uma perda de €100k.

A partir destes dois cenários apresentados é possível concluir que o recurso a este método de liquidação é, na expressão quotidiana, “um pau de dois bicos”. No caso de a *recovery rate* ser superior àquela que foi inicialmente prevista aquando do evento de crédito pelas regras de mercado, dir-se-á que compensa recorrer à liquidação financeira, pois o comprador de proteção que detém o título subjacente fica a ganhar, na medida em que recebe o montante providenciado pela proteção do risco e o valor remanescente (aquilo que consegue, efetivamente, recuperar por virtude do exercício dos seus direitos, porquanto neste meio de liquidação não há qualquer obrigação de entrega do título), o que se traduz num lucro.

Contrariamente, se a taxa de reembolso prevista for inferior à real, como foi exemplificado anteriormente, concluir-se-á que a liquidação física compensa face à financeira, na qual existe uma perda real (que não existiria no caso de o título ter sido

entregue ao vendedor de proteção, em troca do pagamento de um preço previamente acordado).

### **3.3. Auction Settlement**

Desde a introdução do *Big Bang Protocol*, a determinação da compensação por leilão passou a ser exigida nos contratos de *CDS*. Na base desta inovação encontra-se a falência do Lehman Brothers que, em 2008, tinha aproximadamente 155 Biliões USD\$ de dívida<sup>115</sup>, sendo que o montante de *CDS* referentes à mesma estimava-se que podia atingir em valor nominal os 400 Biliões USD\$.

Evidenciada esta conjuntura, os intervenientes de mercado, em cooperação com a ISDA, introduziram leilões standardizados, com o propósito de levar a cabo uma a compensação (em especial, no caso de entidades de elevada dimensão) realizada por métodos transparentes e eficientes. Tal cenário contribuiu para a propagação deste método, tendo sido novamente utilizado em 2012 com as obrigações soberanas da Grécia.

A liquidação por leilão veio ainda fazer face ao mecanismo da compra de proteção a descoberto, fruto do rápido desenvolvimento do mercado de *CDS*, que levou à criação de um desfasamento entre o número de *CDS* em circulação e as obrigações reais subjacentes, sendo que os primeiros excediam em larga escala o valor dos segundos<sup>116</sup>.

Em termos gerais, o método de leilão converte a liquidação física em financeira, definindo o preço em que esta última ocorre, por referência ao valor da obrigação subjacente após o evento de crédito. Assim, se acordado entre ambas as partes do contrato, estas subscrevem o protocolo providenciado pela ISDA que estabelece que o pagamento final devido ao comprador de proteção é igual à subtração do montante nocional do *CDS* ao preço final de leilão.

Este processo de liquidação apresenta duas grandes etapas. Numa primeira fase, os *dealers* lançam preços iniciais de oferta e procura associados à dívida subjacente por um valor e *spread* predefinidos (sendo que o valor pode variar em leilão), do qual resulta uma *recovery rate* inicial- “*inside market mid-point*”<sup>117</sup>. Esta taxa inicial é usada para restringir o preço final do leilão.

---

<sup>115</sup> João Novais, *op. cit.*, p. 27.

<sup>116</sup> Jean Helwege *et al.*, *Credit Default Swap Auctions*, 2009, p. 1.

<sup>117</sup> Calculado com base na média entre os valores das ofertas mais altas e as procuras mais baixas.

Após a publicação dos resultados iniciais, os dealers têm entre duas a três horas para decidir se devem ou não colocar ordens limites. Na segunda fase, os participantes que pretendam liquidar o ativo solicitam a sua compra ou venda ao preço final.<sup>118</sup>

Para entidades de referência que detêm um montante total de dívida reduzido ou com um valor nominal superior à estimativa dada pela liquidação em leilão (preço formada pelas partes envolvidas nos lados da oferta e da procura) é recorrente que o comprador de proteção opte pelo método de liquidação inicialmente estabelecido no MA e *Trade Confirmations*, permanecendo, assim, em vigor o método previamente definido.

Igualmente comum é a situação em que uma entidade de referência tem uma parcela significativa de dívida sénior e apenas um montante reduzido de dívida subordinada. Nestes casos, pode optar-se por sujeitar a dívida sénior ao mecanismo da liquidação por leilão e a dívida subordinada ao método padrão (quase sempre por liquidação física, no caso de o comprador de proteção ser o detentor do título).<sup>119</sup>

Nesta sede, torna-se imperativo chamar à colação alguns dos estudos realizados sobre a eficácia que a liquidação por leilão apresenta verificado um evento de crédito.

Coudert e Gex (2010) reviram o resultado de 27 *CDS* de dívida sénior liquidados por leilão entre 2005<sup>120</sup> até 2009. Estes concluíram que a diferença entre o preço de uma obrigação em “*default*” no mercado secundário e aquele que resulta da liquidação por leilão apresenta um declínio desde a data em que é conhecido o evento de crédito até à data em que o título é leilado, verificando diferenças substanciais ao nível da subvalorização do mesmo.

Seguindo esta linha de orientação, Chernov, Gorbenko e Makarov (2013) examinaram 26 *CDS* liquidados por leilão envolvendo várias entidades dos EUA, entre 2005 e 2011. As evidências decorrentes dos seus estudos indicam que o valor das obrigações subjacentes quando leiloadas apresentaram uma média de subvalorização de 6% face ao *fair value* apresentado pelo mercado secundário. Os autores defendem ainda que esta variável se encontra diretamente relacionada com o valor total de obrigações leiloadas na segunda fase do processo de liquidação (i.e., quanto maior for o número de contratos deste

---

<sup>118</sup> Jean Helwege *et al.*, *Credit Default Swap Auctions*, p.8.

<sup>119</sup> Christopher L. Culp, *et al.*, *Single-name Credit default swaps: A Review of the Empirical Academic Literature*, p. 30.

<sup>120</sup> Ano em que o método de compensação por leilão foi introduzido para liquidar outra tipologia de transações que não de *CDS*.



derivado financeiro, maior será a subavaliação das obrigações subjacentes face ao seu valor real).

Numa diferente perspetiva, Lieu (2011) ao analisar alguns dos contratos *CDS* entre 2008 e 2009 partiu de uma premissa diferente. Ao invés de analisar o *mispricing* na data em que a obrigação é leiloadada, o autor examina antes a forma como a liquidação por leilão impacta as transações a este ativo transacionados no mercado secundário, nos cinco dias após o mesmo.<sup>121</sup>

Os seus resultados sugerem que os *CDS* leiloados apresentam um papel veementemente relevante no estabelecimento do preço da obrigação e que, de um modo geral, os preços que resultam deste método de liquidação são justos, não obstante existir uma ligeira subida do preço médio do título de dívida após o fecho do leilão. Lieu salienta, ainda, a elevada volatilidade associada ao preço da obrigação nos cinco dias subsequentes à realização do leilão, muito maior do que no pré-leilão, o que pode ser resultado de entrada de novos participantes no mercado após a satisfação das ofertas já liquidadas.

Esta tese veio a ser defendida, de igual forma, por Gupta e Sundaram (2015). De acordo com a formulação dos autores, os leilões de *CDS* desempenham um papel crítico no que respeita ao fornecimento de informações aos participantes do mercado influenciando, concomitantemente, a formação de preços no mercado de capitais.

De acordo com esta lógica, os autores consideram que quando o preço final do leilão é tomado em consideração, nenhuma informação sobre o preço ou o volume de pré-leilão ajuda a explicar os preços do mercado secundário após o mesmo – quer isto dizer que todas as informações que têm por base a negociação pós-leilão são impulsionadas pelo processo *de per si*. Gupta e Sundaram alertam ainda para o facto de os preços finais dos leilões serem, potencialmente, tendenciosos, apesar de serem informativos (pois veja-se que o mercado secundário de obrigações é dotado de uma maior iliquidez).<sup>122</sup> Neste estudo foram avaliados 30 contratos *CDS*, entre 2006 a 2013.

---

<sup>121</sup> Christopher L. Culp, *et al.*, op cit., p. 31.

<sup>122</sup> Apesar de os autores considerarem que este é um terreno fértil para os arbitragistas, que poderiam ganhar até 15% ao explorar o mercado secundário obrigacionista após a liquidação por leilão, estes não se distanciam de atribuir esse retorno como um prémio pelo risco de liquidez suportado, compensando estes agentes pelo risco que estão a assumir quando recorrem a este mercado tipicamente ilíquido.

#### 4. PREMIUM LEG

O mercado de derivados de crédito, e em particular o mercado de *CDS*, denotou um forte aumento de transações, pelo que o seu turnover tem vindo a acompanhar esta constante.

Milhares de contratos *CDS* são negociados todos os dias a uma velocidade alucinante e todas as variáveis responsáveis pela formação do preço de um *CDS* influenciam, direta ou indiretamente, o preço de outros contratos conexos, razão pela qual o risco sistémico potenciado por este produto financeiro é extremamente elevado.

Podemos configurar que o “preço” de um *CDS* corresponde ao *spread* devido à contraparte que vende proteção no contrato, por virtude da cobertura concedida quer haja, ou não, um evento de crédito que desencadeie o *pay off* do mesmo (através da sua liquidação). Esta “*premium leg*” tem por base um conjunto de pagamentos periódicos que são devidos ou até ao *default*, ou até à maturidade do contrato, dependendo daquele que ocorrer primeiro.<sup>123</sup> Nestes termos, os *spreads* dos *CDS* refletem o risco de incumprimento da entidade de referência, tendo em conta a respetiva qualidade creditícia.

Idealmente, e na ausência de fricções de mercado, os *spreads* dos *CDS* e o prémio de risco do ativo subjacente no mercado obrigacionista deveriam mostrar um comportamento similar e constante. Na prática, porém, os dois indicadores revelam diferenças significativas por várias razões. Em primeiro lugar, a taxa de juro de um título cotado ao par é influenciada por muitos outros fatores para além do risco de crédito, que exigem premissas distintas subjacentes ao *default*.

Da mesma forma, os *spreads* de *CDS* não se traduzem unicamente na probabilidade de incumprimento, devido à existência de incertezas relativas a taxas de recuperação, risco de contraparte ou a certas cláusulas contratuais específicas dos contratos.<sup>124</sup>

No entanto, análises empíricas realizadas indicam que os *spreads* dos *CDS* tendem a absorver os sinais providenciados pelo mercado obrigacionista. Mas nem sempre assim o é. Para crédito mais arriscado, os *CDS* parecem ser mais líquidos do que do que as entidades de referência subjacentes, conforme indicado por *spreads bid-ask* mais baixos

---

<sup>123</sup> Sara Pereira, “Pricing of a Credit Default Swap”, 2014, p. 16.

<sup>124</sup> Christian Weistroffer, *Credit default swaps - Heading Towards A More Stable System*, 2009, p. 9.

no mercado de *CDS*. Em consonância, certas evidências sugerem ainda que a negociação de *CDS* tende a continuar durante períodos de dificuldades, em momentos em que a liquidez nos mercados de títulos pode estar a ser severamente restringida.

Certo é que após a conclusão do contrato, um *CDS* geralmente tem um valor de mercado próximo de zero, ou seja, o *present value* de um prémio é calculado por forma a corresponder ao PV das perdas esperadas, que no final do contrato ou é 0 ou é 100. Se ao longo do tempo existir algum desvio ao risco de *default* da entidade de referência (sobre o qual o prémio de risco está calculado), uma das partes está a beneficiar desse facto, ao passo que a respetiva contraparte estará em desvantagem. Quer isto dizer que um *CDS* terá então um valor positivo para uma das partes contratantes - e um valor negativo da mesma magnitude para o outro.<sup>125</sup>

Desta forma, várias têm sido as teorias formuladas em relação à formulação dos preços de um *CDS*. Uma dos quais atribui uma associação semelhante entre os *spreads* de crédito das obrigações e os preços das ações e, subsequentemente, entre os *spreads* dos *CDS* e os preços das ações, uma vez que os *spreads* de crédito das obrigações e os dos *CDS* são substitutos próximos, tendo por base a tese da existência de uma relação empírica entre as variações dos retornos das ações e das *yields* das obrigações.<sup>126</sup>

Longstaff et al. (2003) ao estudarem a causalidade entre as variações semanais dos *spreads* dos *CDS*, dos *spreads* de crédito das obrigações e das rendibilidades das ações, através de uma análise focada nos mercados americanos, chegam à conclusão de que os mercados de ações e os mercados de *CDS* conduzem os mercados de obrigações corporativas.

Por seu turno, Zhang e Jorion (2007) demonstram que os *spreads* de *CDS* antecipam a deterioração da qualidade de crédito antes dos mercados acionistas. Já Weber e Norden (2004) afirmam que: (i) os mercados de *CDS* reagem aos movimentos do mercado acionista e que a magnitude dessa reação é afetada pela qualidade de crédito da empresa e pela liquidez do mercado de obrigações; (ii) as rendibilidades das ações condicionam os *spreads* de crédito e os *spreads* dos *CDS*.<sup>127</sup>

---

<sup>125</sup> Christian Weistroffer, *op. cit.*, p.12.

<sup>126</sup> Paulo da Silva *et al.*, “Dependência Extrema Entre o Preço Das Ações Do Setor Bancário e os Mercados de *CDS* - Evidência Usando Cópulas e Inferência Baseada em Simulação”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, nº 45, 2013, p.53.

<sup>127</sup> Paulo da Silva *et al.*, *op. cit.*, p.55.

Bystrom (2005), com base na associação entre o desempenho de um índice de *CDS* iTraxx e o mercado acionista durante o período 2004-2005, sugere que existe uma causalidade unidirecional, uma vez que apenas o mercado acionista influencia o mercado de *CDS*, e não o contrário.

Em contrapartida, Fung et al. (2008) registam uma correlação negativa entre os índices de *CDS* e o desempenho dos índices de ações. Essa correlação é maior entre empresas em dificuldades financeiras<sup>128</sup> e no geral a correlação aumenta após julho de 2007. Este resultado apresenta-se conforme o modelo de Merton, segundo o qual: a queda das cotações das ações resulta numa subida da alavancagem, contribuindo para o aumento do risco de incumprimento e dos *spreads* dos *CDS*. Os seus resultados sugerem ainda que o mercado de ações influencia o mercado de *CDS*, independentemente da situação financeira da empresa.

Nesta sede, é também improtelável ensaiar sobre as implicações que as sucessivas transferências do mesmo risco de crédito (coberto por *CDS* múltiplos) apresentam no preço deste instrumento.

Este é um mecanismo muito comum utilizado, maioritariamente, pelos *dealers*, por forma a mitigar o risco do ativo subjacente através da sua repartição por diversas entidades dispostas a segurar este risco, com vista à obtenção de um lucro.<sup>129</sup> Na prática,

---

<sup>128</sup> “Avramov et al. (2007) mostram que o impacto dos *downgrades* das agências de notação de crédito nos preços das ações e nos *spreads* dos *CDS* é superior entre as empresas em maiores dificuldades financeiras. “De acordo com o modelo, um elevado rácio de alavancagem das empresas aumenta a intensidade da associação entre o mercado acionista e o mercado de dívida, pois quer o valor das ações, quer os *spreads* de crédito são influenciados por essa variável e pela volatilidade do valor de mercado dos ativos. Uma relação semelhante pode ser estabelecida entre os preços das ações e os *spreads* dos *CDS*, pois os *spreads* de *CDS* são, em teoria, um sucedâneo dos *spreads* de crédito das obrigações. Nesse sentido, a relação entre os preços das ações e dos *CDS* deve intensificar-se quando as empresas se apresentam com dificuldades financeiras.” Paulo Pereira da Silva *et al.*, *op. cit.*, p.55.

<sup>129</sup> Para melhor ilustrar esta realidade, eis o seguinte exemplo: Suponhamos que a empresa B compra proteção de crédito ao *dealer* C que, por sua vez, protege as suas exposições através de um outro contrato de *CDS* com a entidade D, enquanto esta última transfere o risco para a seguradora E (caso 1). Neste caso, encontram-se subjacentes três contratos autónomos, mas em termos económicos, apenas uma parte – aquela que se encontra no final da cadeia de transferência de risco - assume o risco de que a entidade de referência entre em *default*. Neste período de tempo, o valor nominal bruto agregado foi inflacionado em três vezes, não refletindo assim a verdadeira exposição ao risco em causa em cada um dos contratos individualizados, que foi diluído pelas sucessivas transferências, uma vez que, hipoteticamente, nem o *dealer* C nem a entidade D suportarão os danos resultantes da ocorrência de um evento de crédito. Em contrapartida, se assumirmos um cenário diverso em que existem apenas dois contratos, nos quais nenhuma das partes vendedoras de proteção transfere seu risco para outra empresa, aqui o montante nominal líquido é igual ao bruto, pois tanto uma como a outra suportam o risco económico do *default* da entidade de referência.

estes contratos de transferência de risco de crédito assemelham-se a teias verdadeiramente complexas e não como linearmente descritas, como no exemplo chamado à colação.

Por seu turno, o comprador da proteção de *CDS* “a nu” procura explorar oportunidades de arbitragem, nomeadamente através de diferenças entre o preço atribuído ao risco da obrigação subjacente e ao *CDS* que sobre ela versa, ou até de modo a tomar uma posição que vise o benefício de um aumento no risco de crédito o que vem afetar não só o preço real do ativo, como também pode ser gerador de distorções neste mercado.

Embora os estudos sobre os fatores determinantes do preço de um *CDS* sejam abundantes, ainda não existe um consenso sobre quais fatores principais que influenciam os respetivos *spreads* e, mais ainda, se existe algum modelo configurado que deva ser seguido. Assim sendo, cabe atender às diversas formulações até agora conseguidas.<sup>130</sup>

Recentemente, Pires et al. (2015) encontram evidências de que a volatilidade, os retornos históricos das ações, a alavancagem, a rendibilidade e os custos de iliquidez são os fatores essenciais que determinam os prémios de *CDS*. Além disso, os autores ainda concluem que as empresas de alto risco são mais sensíveis às mudanças nas variáveis explicativas do que as empresas de baixo risco.

Por outro lado, seguindo o padrão dos Lehman Brothers, Arora et al. (2012) identificam o risco de contraparte como outro fator que afeta os *spreads* de *CDS*, mas a uma magnitude economicamente pequena. Também há quem identifique o sentimento de medo dos investidores face a turbulências conjuntas no mercado como um elemento primordial na fixação dos *spreads*.

Neste seguimento, Heinz e Sun (2014) vocacionam o seu estudo em torno dos *spreads* de *CDS* soberanos e concluem que, em especial em relação aos países europeus, os *spreads* dos *CDS* de dívida soberana são impulsionados, principalmente, pelo sentimento e crença dos investidores em relação à probabilidade de incumprimento, pelos fundamentos macroeconómicos e pelas condições de liquidez no mercado.

Na mesma direção segue o estudo de Keiler e Eder (2013), que sugere que o preço de um *CDS* associado a uma determinada entidade financeira é fortemente influenciado pelos *spreads* de *CDS* associados a outras empresas inseridas dentro do sistema. Os

---

<sup>130</sup> Matthias Pelster, Johannes Vilsmeier, *The Determinants of CDS Spreads: Evidence from The Model Space*, 2016, p.42.

autores sublinham a existência de um efeito contágio significativo devido ao fenómeno da interconexão entre instituições financeiras.

Neste ensaio é ainda colocado em evidência que o *cross default* vivenciado por uma entidade de referência é uma condição relevante na determinação do preço de um *CDS* (pois veja-se que o incumprimento face a contratos alheios ao *CDS* é, igualmente, um indicador de que a saúde financeira da entidade está em causa, o que vem contribuir para uma diminuição na garantia do cumprimento do *CDS*), especialmente depois do período de crise vivenciado a partir de 2007, pois até então, tal fator parecia não ser um peso pesado neste âmbito.

Como é possível constatar pelos estudos acima referenciados, os *spreads* do *CDS* servem como uma importante fonte de informação para bancos privados, bancos centrais, supervisores e organizações internacionais, sendo um verdadeiro indicador da saúde financeira dos diversos agentes de mercado. Não é por acaso que as próprias agências de rating usam informações derivadas dos preços do *CDS* para calcular “*ratings* implícitos de mercado”.

Por último, os *spreads* dos *CDS* podem ainda ser usados para extrair as percepções de mercado sobre a resiliência financeira das instituições bancárias, particularmente dos bancos com relevância sistémica, razão pelo qual o estudo deste tema se apresenta como fulcral.

## CAPÍTULO VI

### O PAPEL DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO

---

Tal como afirma A. Menezes Cordeiro:” um mercado será transparente na exata medida em que os investidores e os restantes sujeitos mobiliários tenham acesso à informação necessária na tomada das suas decisões.”<sup>131</sup>

Ao intermediário financeiro é imposta, entre muitas outras, a obrigação de atuar no interesse do beneficiário último, princípio basilar inerente às relações fiduciárias, razão pela qual o CVM atribui, hoje, um vasto leque de normas dedicadas ao exercício da sua atividade.

Neste sentido, encontra-se elencado na letra do artigo 305.º/1 do diploma em apreciação uma panóplia de deveres genéricos associados ao exercício da sua atividade, nomeadamente: a prestação de serviços adequadas de qualidade, profissionalismo e eficiência (alínea a); a adoção de sistemas e procedimentos de deteção e comunicação de ordens ou operações que sejam suspeitas de constituírem abuso de mercado (alínea k) e a aplicação de mecanismos e sistemas de segurança sólidos que garantam a segurança e a autenticação dos meios de transferência das informações (art. 305.º/3).

Numa fase embrionária, os *CDS* começaram por ser transacionados diretamente pelos intervenientes no contrato, fruto da natureza OTC do mercado de *CDS*, numa fase inicial. No auge da sua aplicação (antecedente a 2007), os bancos eram a instituição, por excelência, a desempenhar o papel de intermediários, dado o seu *core business* de concessão e acesso ao crédito. No entanto, por virtude do alargamento da sua atividade a outras áreas, tem-se assistido a um fenómeno de desintermediação.<sup>132</sup>

Neste processo, os bancos vieram a ser gradualmente substituídos por câmaras de compensação (em especial, nos *single-name CDS*), desenvolvendo hoje um papel de extrema importância em termos de *matching* da procura e da oferta. No entanto, os mecanismos de informação acerca do mercado continuam a ser extremamente deficitários, tendo em conta o número de contratos que circulam no mercado e o respetivo valor.

---

<sup>131</sup> A. Menezes Cordeiro, “Direito dos Valores Mobiliários”, 2015, p. 74.

<sup>132</sup> Tiago Freitas e Costa, *op cit.*, p. 16.

Importa relembrar, neste âmbito, o impacto que a transparência na informação tem sobre a liquidez do mercado de *CDS*, que pode variar dependendo do grau de assimetrias informativas sobre os participantes de mercado. Estudos sugerem que o aumento da transparência beneficia, principalmente, os agentes menos informados, enquanto os participantes de cariz «profissional», provavelmente, arcarão com seus custos<sup>133</sup>. Neste sentido, a câmara de compensação e o aumento do reporte de transações de *CDS* a repositórios de dados são passos importantes para aumentar a transparência neste mercado.

No que respeita aos intermediários financeiros, mormente concebidos como entidades especializadas na atividade da intermediação e na conjugação de vontades entre a oferta e a procura, poder-se-á dizer que o mercado de *CDS* é fortemente concentrado num pequeno número de *dealers*.

Os 10 maiores intermediários são responsáveis por uma parcela significativa do volume de negociação total. Tal facto resulta de uma estrutura de mercado composto por duas camadas: por um lado, os participantes do mercado *buy-side* normalmente não se envolvem em transações de *CDS* entre si, mas realizam essas transações através dos *dealers*. Por outro, também esses *dealers* formam uma pequena rede altamente interconectada sendo que, uma grande proporção de transações é feita entre eles, de modo a atribuir cobertura sobre as negociações feitas com clientes ou para outras finalidades de gestão de risco.<sup>134</sup>

Em termos processuais, tendo em conta a pequena percentagem de grandes intermediários financeiros nos *CDS*, as entidades participantes do mercado *buy-side* não enfrentam grandes custos pela procura dos mesmos, tendo até a possibilidade de obter cotações de vários *dealers* antes de optarem por uma determinada transação, o que daqui decorre que estes têm acesso a diferentes tipos de informação.

“Explosões” de informações sobre cotações de *CDS* são disseminadas para os vendedores de proteção, várias vezes ao dia, através da Bloomberg ou de outras fontes

---

<sup>133</sup> “(...) The *CDS* market is an over-the-counter (OTC) market, limited to Eligible Contract Participants (ECPs), with almost all participants being institutional. Contrarily to the equity and bond markets, there is no significant “retail” component in the *CDS* market.” in Marco Avellaneda, Rama Cont, *Transparency in Credit Default Swap Markets*, 2010, p. 9.

<sup>134</sup> Marco Avellaneda, Rama Cont, *op. cit.*, p. 9.



financeiras fidedignas, pelo que é, igualmente, recorrente a comunicação entre *dealers* do lado da oferta e da procura, de modo a facilitar o mecanismo do *matching*.

No que respeita ao cariz da informação prestada por estes agentes surgem algumas controvérsias, designadamente, relacionadas com a questão do conflito de interesses.

## **1. A QUESTÃO PARTICULAR DO CONFLITO DE INTERESSES**

Em primeiro lugar, se pensarmos nos agentes responsáveis pela verificação dos eventos de crédito, constatamos que a grande maioria são membros da ISDA sendo, simultaneamente, intermediários financeiros e, muitas vezes, partes num contrato *CDS*. Daqui se pode depreender que o mesmo agente pode colocar em confronto interesses diversos (e por vezes antagónicos) no exercício das suas múltiplas funções.

Por forma a ilustrar esta realidade, basta ter em consideração que 90% dos *CDS* transacionados em mercado OTC são vendidos pelos seguintes bancos, dominantes no mercado deste produto financeiro, respetivamente: JP Morgan Chase Bank, Bank of America, Citibank, Goldman Sachs e HSBC Bank.<sup>135</sup>

Curiosamente, todas estas instituições fazem parte do Comité da ISDA e são responsáveis por determinar, em caso de necessidade, se um evento de crédito ocorreu ou não. Se atendermos ao facto de que, estes e outros bancos configuram-se como partes em milhares de contratos de *CDS*, tanto no lado da compra como no lado da venda, claro está que oferecerão uma maior resistência ao decretamento do evento de crédito, uma vez que, com a sua publicação, estão a criar na sua esfera jurídica uma situação de desvantagem, podendo até, tirar partido da sua posição dependendo do lado que estão a desempenhar no contrato.

Esta questão coloca-se não só no que concerne à verificação dos eventos de crédito, como também no processo de intermediação *de per se*. Aquando da prestação de serviços de intermediação, raras não são as vezes em que o IF (normalmente, bancos ou fundos de investimento e cobertura), quando propõe a adesão a um *CDS* – seja do lado da compra ou da venda – celebra uma operação paralela, de sinal contrário àquela que está a vender

---

<sup>135</sup> Asa Harrington, *Credit default swaps, Who Really Knows What They Are Worth?*, 2012.

ou a comprar com outra entidade financeira, agindo assim como uma verdadeira contraparte em seu próprio interesse e não apenas como um mero intermediário.<sup>136</sup>

Note-se, no limite, que tal prática pode levar à propagação de informações de cariz distorcido por parte do IF aos agentes de mercado que procuram aderir a um *CDS*, emitindo uma opinião irrealista em relação às reais condições do risco que está a ser coberto.

Talvez até mais do que isso, o que está em causa não é somente a qualidade da opinião emitida, mas a omissão em relação a possíveis interesses antagónicos, nomeadamente, o facto de o IF deter uma carteira de instrumentos financeiros sobre os quais está a formular um juízo<sup>137</sup> eximindo-se assim da adoção de um comportamento diligente, em contradição com o princípio do tratamento transparente e equitativo em relação aos seus clientes, expressamente imposto pelo art. 309.º/2 do CVM.

Nestes termos, é assim exigido ao IF uma organização por forma a identificar possíveis conflitos de interesses e uma atuação de modo a evitar ou a reduzir ao mínimo o risco da sua ocorrência, à luz do número 1 do artigo em apreciação. Sistemáticamente alinhado, no artigo 309.º-A encontramos uma panóplia de deveres impostos ao IF, a salientar, o registo de atividades que originem esse conflito.

Numa outra vertente, de notar que o processo de intermediação nos *Basket CDS*<sup>138</sup> é relativamente diferente e, aqui, o IF por excelência é uma câmara de compensação. Também neste meio, no entanto, deparamo-nos uma vez mais com uma relativa falta de transparência que afeta esta atividade, fruto da elevada concentração institucional vigente.<sup>139</sup>

Em primeiro lugar, coloca-se a questão da objetividade da determinação das condições mediante as quais um *CDS* pode ser liquidado. Seguidamente, parece ser igualmente opaco aferir quais os critérios mínimos que uma entidade deve satisfazer para se tornar membro da câmara de compensação.<sup>140</sup> Por último, a própria competição entre câmaras

---

<sup>136</sup> Deixando assim de atuar como simples mediador entre as partes recebendo, tipicamente, como remuneração, uma comissão de montagem da operação e uma comissão anual.

<sup>137</sup> Tal como consta da linha de orientação formulada por Maria Rosário Morgado, no acórdão RLx 2013-mai.-13.

<sup>138</sup> Em que estão reunidas uma série de entidades de referência numa pool estandardizada.

<sup>139</sup> Tiago Freitas e Costa, *op. cit.*, p. 37.

<sup>140</sup> A preocupação em relação a este tema reflete, em grande parte, a possibilidade de que os “gigantes” *dealers* do mercado de derivados passem a dominar a câmara de compensação de *CDS* e, concomitantemente, procurem preservar o *status quo ante* vigente no mercado OTC.

de compensação pode culminar em práticas menos corretas, nomeadamente, na redução da exigência de margens mínimas para níveis imprudentes, com o objetivo de conglomerarem mais participantes de mercado, de modo fazer face ao problema da forte iliquidez na transação de *CDS*.<sup>141</sup>

---

<sup>141</sup> Rena S. Miller, *Conflicts of Interest in Derivatives Clearing*, 2011, p. 6.

## CAPÍTULO VII

### ANÁLISE E CONCLUSÃO

---

Chegados a este ponto, torna-se imperativo debruçarmo-nos sobre as principais controvérsias que pairam em torno do tema em apreciação, através de uma análise que será inteiramente dedicada a profundas reflexões sobre os desafios e possíveis soluções que a transação de *CDS* enfrenta num contexto de pós-crise.

Como referido diversas vezes ao longo da exposição, figurativamente falando, os *CDS* são uma arma que pode ser altamente inflamável quando pensamos no risco sistémico. Inicialmente configurados como um instrumento de mitigação de risco financeiro, cedo se percebeu que a função económico-social do contrato não se esgota neste desígnio primordial, antes servindo outras motivações, como a de arbitragem e especulação. Apesar de a estas últimas estar associado um carácter depreciativo, certo é que, prudentemente utilizados, os *CDS* podem ser ferramentas bastante lucrativas, principalmente para quem tende em investir no mercado de derivados.

Em sucintas palavras, através da utilização de *CDS*, as instituições financeiras têm a possibilidade de cobrir o risco e diversificar a respetiva exposição a obrigações ou empréstimos com pouca liquidez. No fundo, tal permite uma melhor alocação do risco de crédito entre os participantes do mercado (transferindo-o, nomeadamente, para participantes menos alavancados<sup>142</sup>) e uma criação de *portfolios* compostos por ativos diversificados.

No entanto, o reverso da moeda também pesa e fazendo uma retrospeção sobre a crise iniciada em 2007, existem várias ilações a retirar. Em primeiro lugar, há que ter em consideração que para usufruirmos de um sistema financeiro saudável, é necessário que exista uma suficiente captação de poupança entre os três pilares que o compõe (banca, seguros e mercado de capitais), intimamente interligados.

---

<sup>142</sup> No típico caso aplicável a um agente que financia diversas entidades e em consequência disso, há uma exposição excessiva face a um só mutuário ou, por outro lado, um grande montante de capital investido num determinado setor da economia, gerando uma concentração do risco. Neste contexto, por forma a dissipar a acumulação de riscos, poderá esse agente adquirir *CDS* para cobrir alguns dos riscos provenientes desses financiamentos, não se eximindo das suas funções junto dos seus clientes.

Tal não acontece, especificamente no caso dos *CDS*, quando não é feita uma análise criteriosa da obrigação subjacente, designadamente, quando o risco de incumprimento a esta associado é medido incorretamente, seja por falta de informação disponível no mercado (por força da falta de transparência e opacidade características deste mercado), seja pela ocorrência de um evento adverso não previsto pelos investidores.

Concomitantemente, pelo facto de não existirem limites à venda de *CDS*, paira uma prática no comércio segundo a qual o risco associado a uma determinada obrigação é transferido múltiplas vezes entre diversos agentes, dispostos a cobrir o risco inerente ao incumprimento, em troca de uma remuneração (o prémio ou, comumente designado, o *spread* do *CDS*).

Efetivamente, este é um negócio fiável desde que as agências de *rating* não façam um *downgrade*, que se traduz na deterioração da notação de risco da entidade de referência (se tal não acontecer podem até ser acionadas cláusulas de *reset date*, que implicam a redução do cupão associado ao *CDS*). Estas agências desempenham um papel fulcral nos mercados, uma vez que a classificação que estas atribuem a um determinado ativo financeiro é vista como uma verdade absoluta, refletindo, em princípio imparcialmente, o valor subjacente aos diversos títulos em circulação. Os problemas começam quando este risco não é corretamente mensurado e aqui, as agências de notação só assumem a situação real de uma entidade quando já existe uma situação de incumprimento em curso.

Desta forma, por virtude da vasta quantidade de agentes envolvidos, um só *default* pode culminar num efeito de dominó em todo o sistema financeiro, tal como aconteceu no caso da falência do banco Lehman Brothers, responsável maior pelo início da crise económico-financeira vivida nos Estados Unidos da América em 2007-2008, que veio a alastrar-se ao resto do mundo e, em especial nos países do sul da Europa, tal refletiu-se na conhecida crise das dívidas soberanas.

Um outro fator a tomar em consideração quando abordamos a questão do risco sistémico prende-se com a existência de apostadores laterais que especulam sobre a possibilidade de as obrigações virem a entrar em incumprimento (por terem conhecimento de que uma certa entidade se encontra em dificuldades económicas) sem terem injetado qualquer capital – leia-se, adquirindo posições a descoberto.

É, neste âmbito, que surge a controvérsia associada aos *naked CDS*, uma vez que os intervenientes que a estes recorrem não fazem mais do que apostar sobre o sentido de um

possível incumprimento, relativamente a uma parcela de dívida que não foi por eles adquirida. Estas atuações são altamente potenciadoras do designado «*stress* de mercado», pelo que este tende a responder de acordo com as bolhas especulativas desenvolvidas pela maioria dos agentes.

Assim, a ideia associada ao potencial risco sistémico provocado, em parte, pelos *CDS* prende-se, essencialmente, com a adoção de demasiado investimento associado à exposição a grandes riscos inerentes ao título subjacente, que poderá ter efeitos nefastos em todo o sistema financeiro, por força das interligações globais entre instituições.

É neste âmbito que surge o debate associado à natureza jurídica deste instrumento financeiro, pelo que várias teses aparentemente antagónicas são colocadas em confronto. Aquela que gera uma maior controvérsia está relacionada com a contraposição entre a qualificação de contrato de seguro ou contrato de *swap* associada aos *CDS*.

Aqueles que defendem que estamos perante um contrato de seguro, na modalidade de seguro financeiro (mais concretamente, de crédito) sugerem que, no âmbito dos *CDS*, deve vigorar a aplicação do regime subjacente ao seguro de crédito, em especial e ao contrato de seguro, em geral, por analogia.

O argumento mais forte, em nossa opinião, a favor deste entendimento respeita à materialidade da relação jurídica subjacente. Efetivamente, em ambos os contratos encontra-se subjacente uma transferência de um risco, de uma parte que compra proteção para outra que a vende, sendo essa assunção de risco, regra geral, remunerada. Em caso de ocorrência de um evento adverso (seja um sinistro ou um evento de crédito), a parte responsável pela sua cobertura deve eliminar, da esfera jurídica do lesado, os danos por este suportados. Esta é a génese inerente a ambos os contratos e é esta que os aproxima um do outro.

Todavia, embora materialmente idênticos (e como demonstrado através de diversas premissas na parte do nosso estudo dedicado a este tema), do ponto de vista formal e orgânico, aquilo que os separa exige a sua diferença de tratamento.

Em primeiro lugar, há que considerar a aplicação do ISDA *Master Agreement* aos contratos *CDS*, documento estandardizado do qual constam as normas e regras aplicáveis à transação deste derivado creditício. Verifica-se assim que o conteúdo normativo aplicável aos mesmos está sob a égide desta organização internacional, a não ser que estes

venham a ser transacionados, claro está, em mercado OTC (pelo que, nesse caso, os respetivos contratos fugirão a qualquer regulamentação e serão, na grande maioria das vezes, negociados verbalmente).

Também de um ponto de vista contabilístico foi visto que os derivados de incumprimento creditício estão sob o escopo do IFRS 9, aplicável aos instrumentos financeiros, existindo uma clara distinção entre este e o IFRS 4, que versa sobre os contratos de seguro.

Tal como desenvolvido em maior detalhe na nossa obra, num prisma orgânico, a transação de *CDS* pertence ao âmbito de atividade de entidades tipicamente ligadas ao setor financeiro, como é o caso de bancos e fundos de investimento. Por seu turno, as entidades do ramo segurador não estão devidamente autorizadas ao exercício deste tipo de transações. Assim, o elemento subjetivo falha, também, desde logo.

Ainda, o apanágio do princípio indemnizatório nos primeiros não assenta necessariamente na supressão de um dano, podendo até ter subjacente um ganho (nomeadamente, quando pensamos nas práticas de arbitragem e especulação). Consideramos, nesta sede, que possa existir um desfasamento entre a proteção concedida e a exposição ao risco, na medida em que este pode até ser inexistente, ao contrário do que sucede no contrato de seguro, sob pena de nulidade (nos termos do art. 1.º e 43.º/1 do Decreto-Lei n.º 72/2008, em consonância com o disposto no art. 294.º do Código Civil). Como bem se sabe, no seguro paga-se uma compensação a quem suportou efetivamente os prejuízos, ao passo que nos *CDS*, paga-se a mesma quantia a todos os titulares independentemente de quem perdeu efetivamente.

A acrescentar, deparamo-nos ainda com diferenças consideráveis no que toca, designadamente, à forma de extinção das obrigações. Nos *CDS*, admite-se o recurso à compensação (consagrada, entre nós, nos arts. 847.º e ss. do Cód. Civ.) como causa de extinção das obrigações para além do cumprimento, mecanismo esse vedado no contrato de seguro, no qual o segurado paga o prémio e a seguradora a indemnização no caso de ocorrência do sinistro.

Por fim, ao passo que às empresas de seguro é imposta a constituição de garantias financeiras, sob pena de insuficiência financeira, acresce ainda certas exigências reforçadas, designadamente no que concerne a provisões técnicas para desvio de sinistralidade (art. 7º, nº1, alínea g) do Decreto-lei nº 94-B/98), margens de solvência,

fundos de garantia, etc. Apesar de também existirem, igualmente, limites e reservas impostos às instituições de crédito, as transações de *CDS* correspondem a operações *off-balance sheet* (tópico que será retomado posteriormente), o que vem limitar, em parte, a assunção de responsabilidades.

Posto isto, cabe concluir que não nos afigura como precedente a tese de que os *CDS* se podem reconduzir ao regime do contrato de seguro, pela diferença substancial que entre eles vigora. Efetivamente, os derivados financeiros têm a particularidade de descreverem construções de estruturas contratuais em princípio novas, mas que não são mais do que figuras que, de alguma forma, já refletem uma realidade existente. No entanto, tal não significa, como foi visto, que o tratamento dessas situações deva ser o mesmo, sob pena de colisão de princípios, normas e valores.

Afastada a qualificação de contrato de seguro de crédito torna-se imperativo perguntar: serão os *CDS* verdadeiros *swaps*, tendo em conta a sua atipicidade *sui generis*? No que a esta questão toca, menor tem sido a discussão, mas maior é a ambiguidade, em nosso entender. Cabe-nos, portanto, ensaiar sobre esta matéria.

Em bom rigor, um *swap* - na sua aceção tradicional - traduz-se numa permuta de cash flows recíprocos, sendo a sua figura mais típica o *interest rate swap* (*swap* sobre taxas de juro). Desta forma, este derivado pressupõe a existência de um sinalagma, pelo que o seu elemento literal assim o indica – *swap*, à letra, significa troca.

Em comum deparamo-nos com o facto de que ambos os desígnios versam sobre um ativo subjacente, pelo que o que dele resulta é um produto derivado. Não obstante, parece-nos que o conteúdo material de um *CDS* o torna numa figura híbrida.

Ora veja-se que, o que está em causa não é nada mais, nada menos do que uma transferência de risco e uma remuneração associada a essa transferência, não existe aqui um sinalagma na aceção jurídica do termo

Com isto não se quer dizer, certamente, que um *CDS* não implica uma troca de fluxos financeiros, mas sim que essa função é redutora e desfasada em relação àquele que é o propósito de quem celebra um *CDS* – a busca por proteção, a mitigação dos riscos associados ao incumprimento de um contrato de concessão de crédito. Embora o que esteja em causa seja, igualmente, uma troca, esta não se reduz a isso. Traduz-se, sim,



numa transferência de um risco, um interesse - em princípio digno - de proteção legal: o risco de incumprimento de crédito/*event of default*.

Em bom rigor, é a própria DMIF II (Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, alterada pela Diretiva (UE) 2016/1034 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de junho de 2016) que estabelece a diferença conceptual entre os derivados para a transferência do risco de crédito e os *swaps*, consagrando-os como diferentes instrumentos (atente-se ao Anexo I, Secção C desta Diretiva).

A acrescentar, é apanágio dos *swaps* o seu carácter aleatório, que pressupõe a natureza variável das prestações devidas por cada uma das partes. Atendendo, em detalhe, ao protótipo do *CDS*, sem prejuízo da aleatoriedade de que é alvo, as prestações das partes não são, na sua índole, variáveis – o que está em causa é a transferência de um determinado risco (não obstante a sua oscilação), em troca de um pagamento, regra geral periódico e uniforme, a não ser, claro, que haja um *upgrade* ou um *downgrade* associado à probabilidade de incumprimento da entidade de referência.

Não obstante esta tomada de posição consideramos, contudo, que o *swap* é a figura jurídica que mais se aproxima da realidade subjacente aos *CDS*, pese embora as suas diferenças substanciais de base. Adotando a posição assumida por Engrácia Antunes, consideramos que os *CDS* correspondem a verdadeiros “*swaps* híbridos”, que obrigaram a lei a qualificá-los como uma espécie autónoma de derivados que, para o autor, se melhor enquadram na categoria de derivados de crédito.

Acreditamos, veementemente, que as questões basilares associadas à natureza e função do contrato *CDS* surgem, em parte, como resultado de um quadro regulatório extremamente deficitário, quer ao nível nacional como internacional. Refletindo sobre o pano de fundo, tendemos a atribuir este cenário de escassez legislativa ao facto de estas transações, até há pouco tempo, serem negociadas em mercado OTC.

Num mundo dominado pela engenharia financeira, onde contratos cada vez mais complexos são fechados todos os dias em massa, é de notar que não existe hoje um único diploma que regule a emissão, circulação e negociação de *CDS*, seja pela sua atipicidade, seja pelo desconhecimento (das entidades reguladoras e do legislador) em relação ao funcionamento dos mesmos.

Neste sentido, em muito contribuiu o De Larosière Report, que veio colocar em evidência as dificuldades de cooperação e coordenação entre as instituições responsáveis pela supervisão do mercado de capitais, em especial no mercado de *CDS*, nomeadamente no que respeita à partilha de informação entre estas. Em simultâneo, também foram conseguidos vários progressos no plano da gestão de risco através deste estudo.

Por outro lado, desde meados de 2016, a negociação de *CDS* com a presença de uma câmara de compensação passou a ser uma exigência legal imposta pela EMIR. Esta revelou ser uma medida positiva, na medida em que veio trazer uma considerável transparência a este mercado. Atualmente, a grande maioria das transações de *CDS* são publicadas e passam por apertados requisitos de adesão, pois a câmara de compensação requer a adoção de margens mínimas que têm de ser respeitadas pelas partes aderentes ao contrato.

Ademais, a câmara de compensação desempenha de igual forma um papel ativo no que concerne à liquidação do *CDS*, verificado um incumprimento por parte da entidade de referência. Todo o processo inerente à compensação do comprador de proteção é assegurado por recurso a ela, adotando o método de liquidação acordado entre os contraentes.

No que respeita a este tópico, também há uma palavra a dizer. Curiosamente, a utilização de certos métodos em detrimento de outros pode ser um indicador do tipo de motivação que se encontra por detrás daquele que procura proteção, o que nos permite entender melhor o tipo de negócio que está em causa. Assim, é bastante comum a utilização da liquidação financeira quando o *protection buyer* é o detentor do ativo subjacente e, portanto, mais do que qualquer objetivo secundário, este pretende mitigar a sua exposição ao risco de incumprimento (o que está em causa é o *hedging*).

Em contrapartida, os arbitragistas e especuladores, regra geral, não são os verdadeiros detentores da obrigação que está a ser coberta razão pela qual, no momento de liquidação, não podem optar pela liquidação física, que pressupõe a entrega do título. Como foi visto no nosso estudo, o recurso à liquidação financeira é aquele que é designado por excelência por estes apostadores laterais e, na verdade, a escolha deste método também se pode traduzir num ganho (dependendo da taxa de reembolso efetiva «*recovery rate*», por referência ao valor de mercado atribuído ao título). Para que tal aconteça, é necessário

que estes agentes tenham uma boa visão de mercado, sob pena de incorrerem em sérios prejuízos.

Por último, o recurso à liquidação por leilão (o método mais recente) tem sido potenciado pela ISDA e pelos membros da câmara de compensação, por refletirem um processo mais justo e transparente, nomeadamente por vir a fazer face ao mecanismo da compra de proteção a descoberto, prática que, como vimos, tende a ser indesejável para os mercados financeiros.

Porém, este meio também não é livre de fraquezas. Uma das críticas apresentadas à sua utilização relaciona-se com a particularidade de que a diferença entre o preço de uma obrigação em “*default*” no mercado secundário e aquele que resulta da liquidação por leilão apresenta um declínio desde a data em que é conhecido o evento de crédito até à data em que o título é leiloado, verificando-se algumas diferenças ao nível da subvalorização do mesmo.

Urge ainda trazer ao debate o marcado conflito de interesses sobre o qual a comercialização de *CDS* incorre. Tal como foi demonstrado, dir-se-á que este é um mercado amplamente concentrado, sendo os seus principais agentes grandes bancos internacionais e instituições financeiras de renome que, ao mesmo tempo em que são parte de um contrato de *CDS*, são também intermediários financeiros e, alguns, até membros inerentes da ISDA com direitos de voto.

Este fator torna-se particularmente relevante se atendermos ao facto de que a ISDA desempenha um papel central na determinação dos eventos de crédito o que, como vimos, pode não ser uma decisão livre de interesses económicos e até mesmo políticos. Esta colisão de interesses coloca em evidência as fragilidades no poder decisório de grandes instituições, como a ISDA, responsáveis por importantes tomadas de posição no seio do mercado de derivados.

Claro que as partes podem, no âmbito da liberdade contratual, apor *materiality clauses* que venham limitar o acionamento de um evento de crédito, através da análise da materialidade do evento adverso ocorrido. Desta forma, se se verificar que este não limita a capacidade de cumprimento das obrigações da entidade de referência, ainda que um evento previsto no contrato ocorra, as partes podem optar por não acionar a liquidação do contrato.

Conclui-se, assim, que o mercado de *CDS* é fortemente suscetível de manipulação e abuso, sendo essa possibilidade bastante elevada. Mas lembre-se, no entanto, que estas patologias se encontram presentes na grande maioria dos mercados financeiros e não apenas no mercado de derivados, pelo que urge lutar e adotar medidas para combater tais práticas.

Em contrapartida, a ampla autonomia privada associada a este derivado de crédito é uma das suas grandes vantagens, pois tudo aquilo que as partes queiram configurar no contrato, poderão fazê-lo (desde que, claro, sejam respeitados os limites impostos pela vasta legislação avulsa).

É certo que o tratamento jurídico dos *CDS* ainda está longe de ser eficaz, nomeadamente no que respeita à falta transparência e risco sistémico que comportam. Estas são características tipicamente inerentes ao mercado de derivados financeiros.

Apesar disso, não nos podemos abstrair do facto dos *CDS* serem ferramentas imprescindíveis ao bom funcionamento do sistema financeiro – e a essa circunstância deve ser dada uma especial ênfase –, pois ao mesmo tempo em que se configuram como uma arma fundamental de mitigação e cobertura do risco de crédito, atribuem liquidez aos vários tipos de mercado.

Também do ponto de vista contabilístico, sendo estas transações *off-balance sheet* (isto é, não contabilizadas nos respetivos balanços), tal aumenta a capacidade de os bancos alavancarem as suas posições podendo conceder, prudentemente, novos empréstimos sem comprometer as exigências impostas aos rácios capital mínimos dos bancos, impostas pelos acordos de Basileia II.

Ainda, sob a forma de conclusão, dir-se-á que outra das virtualidades subjacentes aos *CDS* prende-se com o elevado conteúdo informativo que estes apresentam em relação à qualidade creditícia das diversas entidades e agentes de mercado. Todas estas peculiaridades que jogam a ser favor contribuem para a resiliência deste produto, num mercado que é hoje- e cada vez mais- alvo de complexas teias de interações financeiras.

## **BIBLIOGRAFIA**

---

ACHARYA, Viral, *A Transparency Standard for Derivatives*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 17558, 2011.

ACHARYA, Viral; BISIN, Alberto, *Counterparty risk externality: Centralized versus over-the-counter markets*, SSRN, 2010.

ALMEIDA, Carlos F., "Swaps de Troca e Swaps Diferenciais", in "*Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*", nº 51, 2015, pp.11 e ss.

ALVAREZ, Carlos, *et al.*, *Discussing the Trends - The New 2014 ISDA Credit Derivatives Definitions*, 2014, p. 2.

ANTUNES, José E., "O Contrato de Seguro na LCS de 2008", in: *Revista da Ordem dos Advogados*, Lisboa: O.A. - ISSN 0870-8118. - A. 69, n.º 3 e 4, 2009, pp. 816 e ss.

ANTUNES, José E., "Os Derivados", in "*Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*", nº 30, 2008, p. 32 e ss.

ANTUNES, José E., "Os Instrumentos Financeiros", *Almedina*, 3ª ed., 2017.

AUGUSTIN, Patrick, *Sovereign Credit Default Swap Premia*, McGill University, Desautels Faculty of Management, 2014, p. 5.

AVELLANEDA, Marco; CONT, Rama, *Transparency in Credit Default Swap Markets*, 2010.

BAILY, Martin; BERNARD, Andrew; CAMPBELL, John; COCHRANE, John;

BENTON David; AJITSARIA, Shruti, *The New 2014 ISDA Credit Derivatives Definitions*, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, 2014, pp. 3 e ss. [Consult. 20 maio 2019]. Disponível para consulta em: <https://www.lexisnexis.co.uk/blog/docs/default-source/loan-ranger-documents/jibfljuly2014pdf.pdf>

BLOINK, Robert, “Does the Dodd–Frank Wall Street Reform Act Rein in Credit default swaps? An EU Comparative Analysis”, *Nebraska Law Review*, Volume 89 - Issue 4, 2011

BORGES, Sofia; MAGALHÃES, Sofia, “Derivados De Crédito Algumas Notas Sobre O Regime Dos Valores Mobiliários Condicionados Por Eventos De Crédito”, in *Cadernos Do Mercado De Valores Mobiliários*, nº 15, 2002, p. 26.

BYSTRÖM, Hans, “CreditGrades and the iTraxx CDS Index Market, Financial Analysts Journal”, *Financial Analysts Journal*, Vol.62, Issue 6, 2006, p. 14.

CARLSON, John, JACOBSON, Margaret, “New Rules for Credit Default Swap Trading: Can We Now Follow the Risk? - Economic Commentary”, *Federal Reserve Bank of Cleveland*, 2014.

CHAN, Kam, FUNG, Hung-Gay, ZHANG, Gaiyan, “On the Relationship Between Asian Sovereign Credit Default Swap Markets and Equity Markets”, 2008, p. 23.

CHARLES, Guylaine, *The ISDA Master Agreement – Part I: Architecture, Risks and Compliance*, Wolters Kluwer Financial Services, Inc., 2012.

International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *The Credit Default Swap Market Report*, 2012, pp.11 e ss.

CONT, Rama, *Credit default swaps and Financial Stability*, CNRS, France, and Columbia University, New York, 2010, p. 45.

CORDEIRO, António M., “Direito dos Valores Mobiliários”, Volume I, *Almedina*, 2015.

CORREIA, Cláudia, “A Relação Entre os Mercados de Obrigações e de *Credit default swaps*: O Impacto da Liquidez e do Risco de Crédito na Contraparte nos Preços dos CDS e da Dívida Pública Emitida por Países de Mercados Emergentes”, *ISCTE Business School – Instituto Universitário de Lisboa*, 2010. [Consult. 30 jul. 2019]. Disponível para consulta em: <http://hdl.handle.net/10071/4465>.

COSTA, Tiago, “Uma Análise Empírica dos *Credit default swaps* - Riscos e Benefícios em Debate”, *Prémio Doutor Teixeira Ribeiro*, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra - Instituto Jurídico, 2015.

CULP, Christopher, MERWE, Andria, STÄRKLE, Bettina, *Single-name Credit default swaps: A Review of the Empirical Academic Literature*, ISDA, 2016, pp. 15 e ss.

DIAMOND, Douglas, DUFFIE, Darrell, FRENCH, Kenneth, KASHYAP, Anil, DIAS, Cristina, “Notas Breves A Propósito Do Regulamento Sobre *Short Selling* e *Credit default swaps*”, in “*Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*”, nº 39, 2011.

DISCHE, Isabel, FRASER, Leigh, *New Credit Default Swap Terms to Be Implemented in September 2014*, HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulations, 2014, p.1. [Consult. 20 jul. 2019]. Disponível para consulta em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/08/09/new-credit-default-swap-terms-to-be-implemented-in-september-2014>

DWYER, Gerald, *Financial Speculation in Credit default swaps*, Federal Reserve Bank of Atlanta’s Center for Financial Innovation and Stability, 2010.

ESMA, *Questions and Answers Implementation of The Regulation on Short Selling and Certain Aspects of Credit default swaps* (2nd Update), 2013.

FERNANDES, Abel, ALVES, Paulo, ROCHA, Carlos, DUARDE, Manuel, “Mercados, Produtos e Valorimetria de Ativos Financeiros”, 2ª ed. *Almedina*, 2015.

GONÇALVES, Renato, “Nótulas Comparatísticas Sobre Os Conceitos de Valor Mobiliário, Instrumento Do Mercado Monetário e Instrumento Financeiro na DMIF e No Código Dos Valores Mobiliários”, in: “*Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*”, nº 19, 2004.

GONZALEZ, Pedro, “*Interest Rate Swaps: Perspetiva Jurídica*”, in “*Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*”, nº 44, 2013.

HARRINGTON, Asa, *Credit default swaps - Who Really Knows What They Are Worth?*, 2012. [Consult. 15 jun. 2019].

Disponível para consulta em: <https://seekingalpha.com/article/345921-credit-default-swaps-who-really-knows-what-they-are-worth>

HAWORTH, Helen, *A Guide to Credit Events and Auctions*, Fixed Income Research, 2011, p.14.

HELWEGE, Jean, MAURER, Samuel, SARKAR, Asani, WANG, Yuan., *Credit Default Swap Auctions*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report nº 372, 2009.

HENRIQUES, Sérgio, “O Seguro de Crédito à Luz Do Regime Jurídico do Contrato de Seguro”, in *JULGAR online*, 2014, p. 4.

ISDA 2002 *MASTER AGREEMENT*, disponível em: <https://www.isda.org/book/2002-isda-master-agreement-english/>

ISDA, *Best Practices for Single-name Credit Default Swap Confirmations Regarding Reference Obligation or Standard Reference Obligation*, 2014.

ISDA, *ISDA Publishes ISDA 2014 Credit Derivatives Definitions*, News Release, 2014

J.P. Morgan and The RiskMetrics Group, *The J.P. Morgan Guide to Credit Derivatives*, 1999. [Consult. 18 jun. 2019]. Disponível para consulta em: [http://www.defaultrisk.com/pp\\_crdrv121.htm](http://www.defaultrisk.com/pp_crdrv121.htm)

JORION, Philippe, ZHANG, Gaiyan, *Intra-industry Credit Contagion: Evidence from The Credit Default Swap and Stock Markets*, 2006, p. 9.

JUURIKALA, Oskari, *Credit default swaps and Insurance: Against the Potts Opinion*, Institute of International Economic Law, University of Helsinki, 2011, p. 14.

LAROSIÈRE, Jacques, *The High-Level Group of Financial Supervision in the EU*, Report, 2009.



LEONARD, Andre, *Credit default swaps: What Are They Good For?* Revista Salon [Consult. 11 mar. 2019]. Disponível em:

[https://www.salon.com/2010/04/20/naked\\_credit\\_default\\_swaps/](https://www.salon.com/2010/04/20/naked_credit_default_swaps/)

LONGSTAFF, Francis, MITHAL, Sanjay, NEIS, Eric, “The Credit-Default Swap Market: Is Credit Protection Priced Correctly?” *USC FBE Finance Seminar*, 2003, p.17.

Macfarlanes LLP, *Implementation of The New 2014 ISDA Credit Derivative Definitions*, 2014, p.3. [Consult. 22 jun. 2019]. Disponível para consulta em:

<https://www.macfarlanes.com/what-we-think/in-depth/2014/implementation-of-the-new-2014-isda-credit-derivative-definitions-new-dates-announced/>

MARKOWITZ, Harry, *Portfolio Selection*, The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91.

MARTINEZ, Pedro, “Direito dos Seguros”, *Principia*, Lisboa, 2006, p.24, ISBN: 9789728818630.

MILLER, Rena, *Conflicts of Interest in Derivatives Clearing*, Cornell University ILR School, Federal Publications, 2011, p. 6. [Consult. 14 jul. 2019]. Disponível em:

[https://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1832&context=key\\_workplace](https://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1832&context=key_workplace)

MISHKIN, Frederic, RAJAN, Raghuram, SCHARFSTEIN, David, SHILLER, Robert, NOVAIS, João, “A Decomposição do Risco no Mercado dos *Credit default swaps*”, *Universidade Católica Portuguesa*, 2014, p. 63.

NORDEN, Lars, WEBER, Martin, *The Comovement of Credit Default Swap, Bond and Stock Markets: An Empirical Analysis*, CFS Working Paper, No. 2004/20, p. 2.

NUNES, António, “Economia II – O Crédito”, *Coimbra: Serviços de Ação Social da Universidade de Coimbra*, 2009, p. 247.

PACKER, Frank, SUTHIPHONGCHAI, Chamaree, *Sovereign Credit default swaps*, BIS Quarterly Review, 2003.

PELSTER, Matthias, VILSMEIER, Johannes, *The Determinants of CDS Spreads: Evidence from The Model Space*, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper N° 43/2016,

PENA, Nuno, “Negócios Internacionais Sobre Instrumentos Financeiros em Mercados Não Regulamentados”, Universidade de Lisboa – Faculdade de Direito, 2008.

PEREIRA, Paulo, REBELO, Paulo T., AFONSO, Cristina, BENTO, Ana, “Dependência Extrema Entre o Preço das Ações do Setor Bancário e os Mercados de CDS – Evidência Usando Cópulas e Inferência Baseada em Simulação”, in: “*Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*”, nº 45, 2013.

PEREIRA, Rui, “O Contrato de Swap – Uma Análise à Luz da Atual Crise Financeira”, Universidade do Minho, *Escola de Direito*, 2014, pp. 11 e ss.

PEREIRA, Sara, “*Pricing of a Credit Default Swap*”, ISCTE-IUL, Instituto Universitário de Lisboa, 2014, pp. 16 e ss.

PINHO, Carlos, VALENTE, Ricardo, MADALENO, Mara, VIEIRA, Elisabete, “Risco Financeiro – Medida e Gestão”, 2ª Ed., *Edições Sílabo*, 2019.

ROBBÉ, Jan, *Securitization Law and Practice - In the Face of the Credit Crunch*, Wolters Kluwer, 2008, p. 56.

SHIN, Hyun Song, SLAUGHTER, Matthew, STULZ, René, *Credit default swaps, Clearinghouses, and Exchanges*, Squam Lake Working Group on Financial Regulation, 2009, p. 7. [Consult. 12 mar. 2019]. Disponível para consulta em: <https://www.theice.com/article/emir-CDS-clearing>

SILVEIRO, Rodrigo, *Derivativos de Crédito: Análise do Mercado Global e o Atual Estágio Do Mercado Brasileiro*, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, 2008

SOARES, João, “Os Reguladores e a Defesa do Interesse Nacional: Dilemas no Caso do Mercado de Capitais, in: “*Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*”, nº 15, 2002, p. 243. [Consult. 9 jul. 2019]. Disponível para consulta em:

[https://ec.europa.eu/info/system/files/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/de_larosiere_report_en.pdf)

*Livro Branco Sobre a Regulação e Supervisão do Sistema Financeiro*, Banco de Portugal, Ed. Gabinete do Governador, 2016.

SOKOŁOWSKA, Ewelina, ŁAPIŃSKA, Justyna, *Credit default swaps and Their Application*, Nicolaus Copernicus University Torun, 2008.

STULZ, René, *Credit default swaps and The Credit Crisis*, Cambridge, MA 02138, 2009.

TEIXEIRA, Maria, “O contrato de *Swap*: O *Credit Default Swap* e o Seguro de Crédito”, *Almedina*, 2017.

VILLAS-BOAS, Mariana, “*Social Benefits of The OTC Credit Derivative Market: Looking for A Way Forward*”, in: “*Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*”, nº 34, 2009.

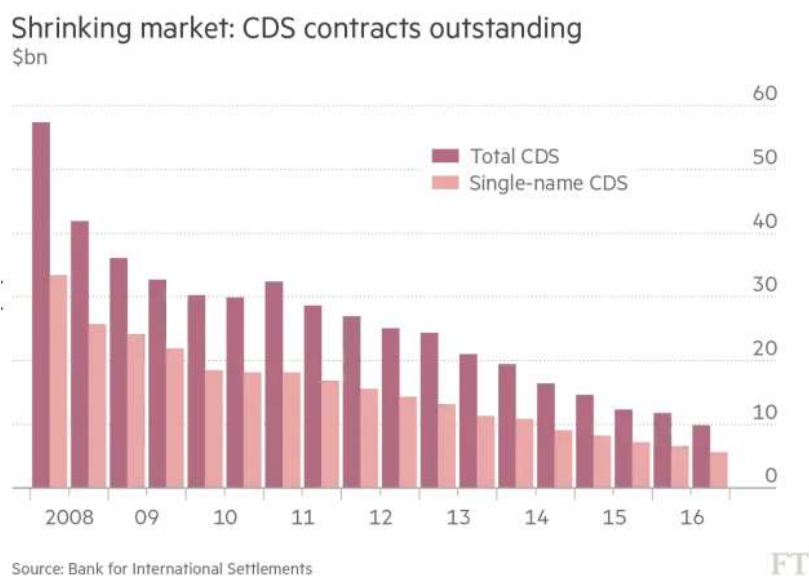
VOGEL, Heinz-Dieter, BANNIER, Christina, HEIDORN, Thomas, *Functions and characteristics of corporate and sovereign CDS*, Working Paper Series, Frankfurt School of Finance & Management, nº 203, 2013.

WEISTROFFER, Christian, *Credit default swaps: Heading Towards A More Stable System*, Deutsche Bank Research, 2009, pp. 9 e ss.

WHALEN, Richard, *The Subprime Crisis - Cause, Effect and Consequences*, Networks Financial Institute, Indiana State University, 2008, p. 7.

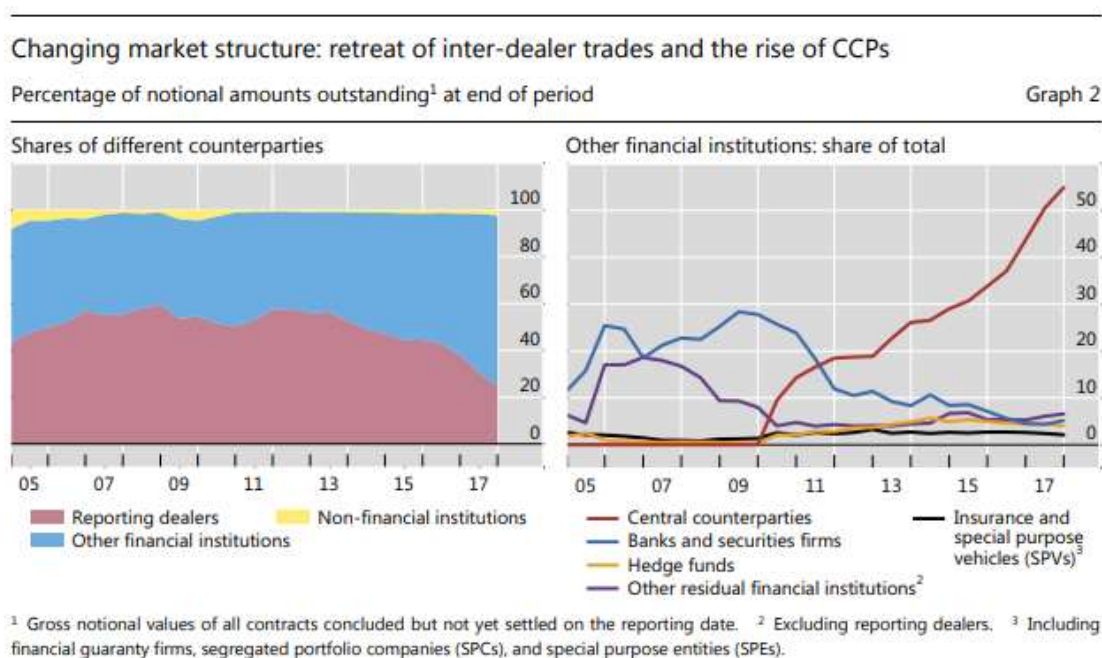
## ANEXOS

**Figura 1** - A proporção de *single-name CDS* face ao volume total de *CDS* transacionados, entre os anos de 2008 e 2016.



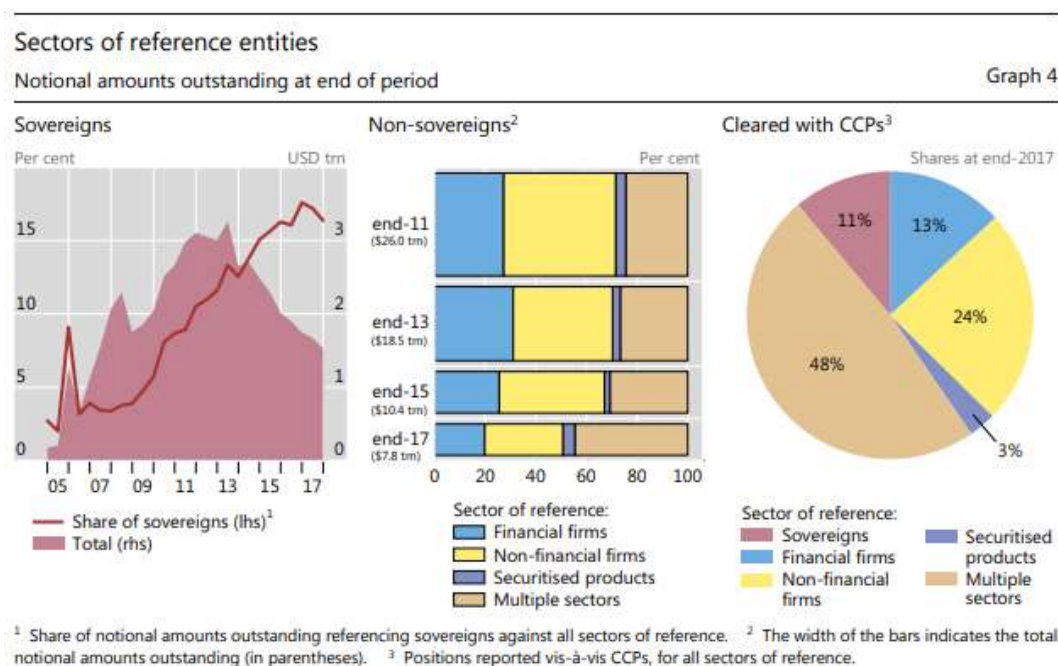
Source – Bank of International Settlements

**Figura 2** - Mudança na estrutura do mercado: recatamento dos *inter-dealers* e expansão das CCP, entre os anos de 2005 e 2017.



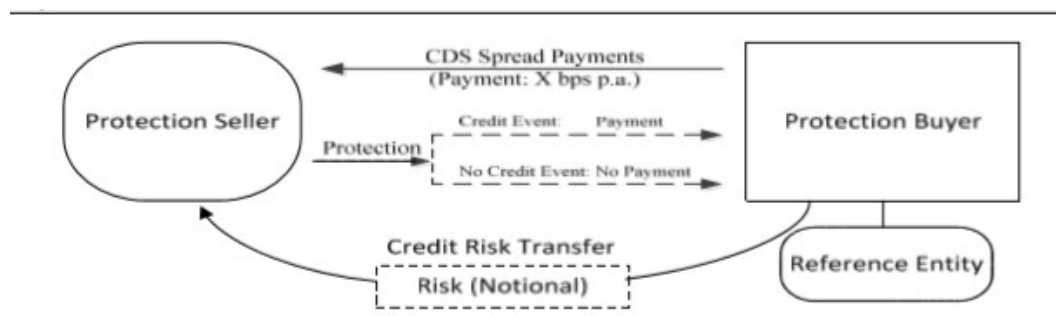
Source: BIS Quarterly Review, June 2018

**Figura 3** – Categorias de entidades de referência e a respetiva liquidação com recurso a uma CCP, entre os anos de 2007 e 2017.



Source: BIS Quarterly Review, June 2018

**Figura 4** - Estrutura triangular de um CDS

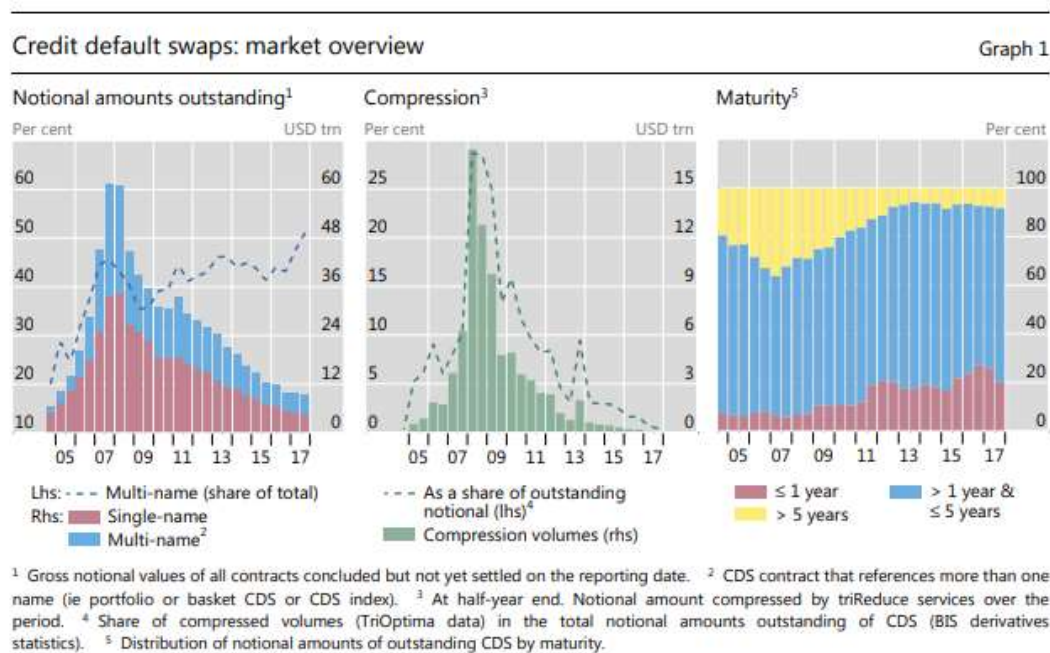


Source: Own diagram with reference to Weistroffer (2010).

Source: Functions and characteristics of corporate and sovereign CDS (Working Paper),

Vogel, Heinz-Dieter; Bannier, Christina E.; Heidorn, Thomas.

**Figura 5** – Valor nocional de CDS transacionados, compressão e divisão percentual por maturidade, entre os anos de 2005 e 2017.



Source: BIS Quarterly Review, June 2018

## **CAPÍTULO I** **3**

### **ORIGEM HISTÓRICA; RELEVÂNCIA ATUAL** **3**

## **CAPÍTULO II** **8**

### **CREDIT DEFAULT SWAPS: CONCEITO E NATUREZA JURÍDICA** **8**

|  |    |
|--|----|
| 1. DAS FIGURAS AFINS   | 15 |
| ≥ 1.1. <i>Credit Linked Notes (CLN)</i>  | 15 |
| ≥ 1.2. <i>Total Rate of Return Swaps (TRRS)</i>  | 17 |
| ≥ 1.3. <i>Collateralized Debt Obligations (CDO)</i>  | 18 |
| 2. DAS MODALIDADES DE CREDIT DEFAULT SWAP  | 19 |
| ≥ 2.1. <i>Single-name CDS</i>  | 19 |
| ≥ 2.2. <i>Multi-name CDS</i>   | 19 |
| ≥ 2.3. <i>Basket Default Swaps</i>   | 19 |
| ≥ 2.4. <i>Portfolio Default Swaps</i>  | 20 |
| ≥ 2.5. <i>Equity Default Swaps</i>   | 20 |
| 3. O CDS ENQUANTO CONTRATO DE RISCO  | 21 |
| ≥ 3.1. Jogo e Aposta   | 22 |
| ≥ 3.2. Contrato de Seguro  | 24 |
| ≥ 3.2.1. Contribuição Dos Diversos Ordenamentos Jurídicos: Em Especial, A Designada “ <i>Potts Opinion</i> ” | 26 |
| ≥ 3.3. Posição Adotada   | 28 |

## **CAPÍTULO III** **31**

### **OS CREDIT DEFAULT SWAPS E O MERCADO OVER-THE-COUNTER (OTC)** **31**

|  |    |
|--|----|
| 1. TRAÇOS GERAIS                         | 31 |
| 2. DA FALTA DE TRANSPARÊNCIA E OPACIDADE | 33 |
| 3. CÂMARA DE COMPENSAÇÃO                 | 36 |

## **CAPÍTULO IV** **39**

### **ENQUADRAMENTO NORMATIVO** **39**

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. GENERALIDADES                | 39 |
| 2. DE LAROSIÈRE REPORT          | 40 |
| 3. REGULAMENTO (UE) Nº 648/2012 | 41 |

## **CAPÍTULO V** **44**

### **CREDIT DEFAULT SWAPS: CONTEÚDO CONTRATUAL** **44**

|  |    |
|--|----|
| 1. O REFLEXO DA APLICAÇÃO DO ISDA MASTER AGREEMENT AOS CDS | 46 |
| ≥ 1.1. <i>Asset Package Delivery</i>                       | 47 |



|   |           |
|---|-----------|
| ≥ 1.2. <i>Standard Reference Obligation</i>       | 48        |
| ≥ 1.3. <i>Successor Provisions</i>                | 48        |
| ≥ 1.4. <i>Qualifying Guarantees</i>               | 50        |
| 2. ELEMENTOS/CLÁUSULAS CONTRATUAIS                | 51        |
| ≥ 2.1. Entidade de Referência                     | 51        |
| ≥ 2.2. As Partes                                  | 52        |
| ≥ 2.3. Maturidade                                 | 52        |
| ≥ 2.4. Cupão                                      | 53        |
| ≥ 2.5. Evento de Crédito                          | 53        |
| 3. DOS MÉTODOS DE LIQUIDAÇÃO                      | 60        |
| ≥ 3.1. <i>Physical Settlement</i>                 | 60        |
| ≥ 3.2. <i>Cash Settlement</i>                     | 61        |
| ≥ 3.3. <i>Auction Settlement</i>                  | 63        |
| 4. PREMIUM LEG                                    | 66        |
| <b>CAPÍTULO VI</b>                                | <b>71</b> |
| <b>O PAPEL DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO</b>        | 71        |
| 1. A QUESTÃO PARTICULAR DO CONFLITO DE INTERESSES | 73        |
| <b>CAPÍTULO VII</b>                               | <b>76</b> |
| <b>ANÁLISE E CONCLUSÃO</b>                        | 76        |
| <b>BIBLIOGRAFIA</b>                               | <b>85</b> |
| <b>ANEXOS</b>                                     | <b>92</b> |